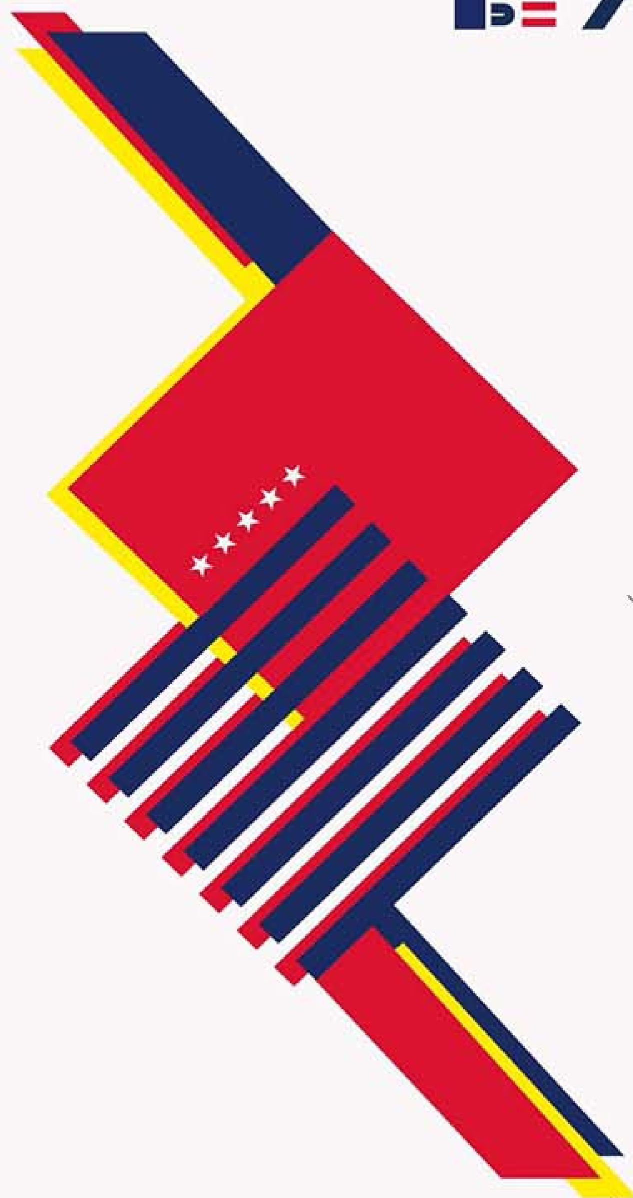
@ 徐佳杰 Pierre

小白投资

USA 美股指南



雪球 / 岛 ISLAND: 02



中信出版社 · CHINA CITIC PRESS

版权信息

书名:小白投资美股指南（雪球「岛」系列）

作者:徐佳杰Pierre

ISBN:9787915003883

中信出版集团制作发行

关于雪球

雪球公司成立于2010年3月，旗下拥有“雪球App”及网站“雪球xueqiu.com”。雪球App是一款解决股票怎么买的手机炒股应用，致力于为投资者提供跨市场、跨品种的数据查询、新闻订阅和互动交流服务，提供证券开户及交易服务。

作者简介

徐佳杰Pierre，80末中二青年，自由投资者，08年末踏入股市，割过肉，中过套，栽过跟头，也赚过小钱。12年底在法国雷恩商学院交流时获得了“保守主义”的投资灵感并开始自己的全球资产配置生涯。重度话唠，喜欢将投资的理念，心得用最平实的语言分享给所有人，把专业人士筑起用艰涩语言筑起的高门槛彻底踏平。

雪球「岛」系列电子书出版序

雪球创始人 方三文

岛是没有意义的，除非别的岛可以到达它。

信息是没有意义的，除非别的信息可以链接它。

只有当信息与信息链接起来，我们才知道它是真是假，存在着怎样的偏颇与疏漏。

链接信息与信息的最好办法是互动。

雪球是一个投资者的社区，用户在这里分享信息与观点，并且与其他投资者互动。

互动是美好的，它让我们展现自己的智慧，分享别人的智慧。

互动也是惨烈的，它让我们发现别人的愚昧和偏见，也让我们发现自己的愚昧和偏见。前者可能让人不悦，后者可能就让人愤怒和绝望了。

闲来一坐s话投资和徐佳杰Pierre都是雪球资深用户，乐意在雪球分享信息与观点，并且与他人互动。我不知道他们的体验是怎样的。

但我想，他们一定发现自己不是一座孤立的岛。

上雪球，信息不再孤岛，投资不再孤单。

作者序

最开始决定动笔写这一长串的关于美股的启蒙文章时，倒并非为了真的引导别人去亲自投身美股市场。我希望站在一个A股投资者的角度，以局外人的身份研究一下：这个发达国家资本市场的代表，这个“牛长熊短”的资本沃土，这个投机者的乐园、投资者的天堂，是如何形成的?

即使你不想投资美股，去了解一个成熟的市场，去学习成熟市场投资者的思考方式，估值体系，对投资A股、拓展视野，加深对证券市场的认识，也极有帮助。

我曾在很多场合，接触了一些资深的成功A股投资者。他们对美国股市总有一份“说不清，道不明，朦朦胧胧”的，“虽不能至，心向往之”的情愫。他们虽然对美股不熟悉，但也从未陌生。江恩、彼得·林奇、巴菲特、邓普顿、格雷厄姆，这些中国人耳熟能详的美股投资大师，有不少是A股投资者的“启蒙老师”。是他们的思想、投资理念、操作方法教育了第一批A股投资者的崛起和发家致富。

所以，这些成功的投资者们在A股赚到第一桶金后，希望将自己的资产做一个全球化的配置。他们希望利用自己早年在书本习得的那些美股投资理念，去真正适合它们的地方一展身手，去会一会那个素未谋面但又梦里常见的“资本情人”。

随着改革开放步伐的加快，QDII2的即将开闸，资本项目可自由兑换的逐步推进，国人投资美股的渠道会越来越宽敞，投资的门槛会越来越低。

美股这朵花儿，已经在国人面前开了很多很多遍。这次我们离它，是真的那么那么近，只需向前一步，弯腰一采，就能将它捧入怀中。

我相信在不久的将来，投资美股不再是“阳春白雪”，而是下里巴人，是普通人资产配置最普通的一种方式。

在此之前，做好充足的准备，储备必要的知识，弄清A股与美股的不同，认清美股市场残酷与温情的一体两面，显得十分有必要。不管是好的投资者，还是好的投机者，都应该对自己的资金100%的负责，万分马虎不得。本书作为一本入门级的读物，我希望用最浅显的语言让最草根的投资者也能快速读懂，明白“怎么投资美股？”“美股的体制什么样？”“美股有哪些特色？”“怎么投资不上当？”也希望尽一点绵薄之力，把那些从业人员故意营造起来的高门槛的、深奥的、纷繁复杂的词汇给掰扯清楚。

我也希望未来如果有机会，我们还能一起更深入地探讨发达国家股市的更多层面。

徐佳杰

2015年11月10日于上海

第一章 投资美股，再不高大上！

1.1.去哪里投?

回答人生的两个终极问题，无非是：你从哪儿来，到哪儿去。

回答怎么投资美股，也有两个终极问题：去哪里投，怎么投。

这里回答第一个：

由于互联网时代的大发展，这些年诞生了一大批“折扣券商（discount broker）”，他们提供方便的网上开户，低廉的佣金，全自动化的服务，优秀的交互体验和不建立实体网点，给投资者非常大的方便。

更有类似盈透证券（美股代码：IBKR），嘉信理财（美股代码SHWB），亿创理财等等的机构相中了中国这片广阔的土地，趁着人民币国际化及我国对外开放的大门打开，陆续推出24小时中文服务，专门成立子公司为中国人服务，这些年中国人投资美股的门槛实际上大大降低了。

好了，现在我们就细细说，其实目前有两个比较方便的渠道可供大陆投资者投资美股：

A.选择一家美国本土券商开户

B.选择香港的港股券商开户，借道投资美股

先说选项A，直接在美国本土券商开户。

我上面提到的亿创理财、嘉信理财、盈透证券等，就是在美国当地注册，接受美国监管的“本土券商”。

开户的手续非常简单，就这么几步：

登录他们的官网→注册→提交信息→提交身份证件→填写WE8BN表格→签字→风险披露→向券商汇起始资金（一般是2500美金以上）→完成。

每个券商都大同小异。但是同样有两个问题：

1.怎么选择一家合格的券商？

2.美国券商怎么保护散户？

首先，怎么选择一家正规的、合格的、让散户放心的券商呢？

美国的券商监管部门，即FINRA（美国金融业监管局）以及SEC（美国证券交易委员会）负责监督管理美国的所有大小券商。至于FINRA和SEC究竟有什么特别的，我们下一章会谈到的，这里先卖个关子。

FINRA专门为散户和机构创建了合格券商名单的查询网站：http://brokercheck.finra.org/利用好网站上的搜索功能，无论其他不正规券商如何花言巧语，你都不会被骗。

然后，就是美国券商怎么保护散户的问题了。

这个问题为什么重要？因为美国中小券商上千家，经常有倒闭、兼并、破产重整的情况出现。所以散户的资金安全成了最大的关注。

而且，对于中国客户来说，美股和A股最大的不同在于没有银证转账这项非常便利的转账工具。当你决定投资美股，并且已经开户，准备入金时，就意味着你要将资金以汇款的形式转入券商的账户，再由券商转移到专门为你创建的“子账户”中。

听起来很不安全的样子，是不是券商倒了，钱就没了？其实不是这样的。

那么美国究竟是怎么从制度上保护你的资金安全呢?

1970年美国国会制定了《证券投资者保护法案》，成立了世界著名的SIPC，即证券投资人保护公司。这个SIPC实际相当于一个基金，一个保险公司。当投资人在正规的券商开户投资后，你的资金即受到SIPC的保护。如果你的券商因为违法违规或者经济不景气而倒闭，SIPC就负责赔偿你最高50万美元股票，25万美元现金。它基本可以保护大多数散户的安全。

好了，如果你还不放心，请按照以下清单选券商：

1.首先检查是不是FINRA的合格券商名单内，是否参与了SIPC保险。

2.用搜索引擎查询其是否有过违法、诉讼记录。

3.规模是不是足够大？是不是上市券商？或者是否有巨大的投资人支持?

做到以上三点，大多数情况下，就可以确保万无一失了！

接着我们说第二种，选择香港券商曲线投资美股。

香港是我国最知名的自由港，投资者的天堂，投机者的乐园，给了无数投资者，投机者便利的投资/投机环境。

几乎所有的香港券商不仅仅可以投资本地的港股，大陆的A股（通过沪港通），甚至还能投资大洋彼岸的美股，甚至有许多券商可以投资德国股市、英国股市。

关于通过相关券商投资美股，我们还是通过回答两个相同的问题，解开你心中的小疑窦：

1.怎么选择一家合格的券商。

2.香港券商怎么保障你的资金安全。

第一个问题，很简单，还是依靠网络，依靠监管部门。

搜寻持牌人

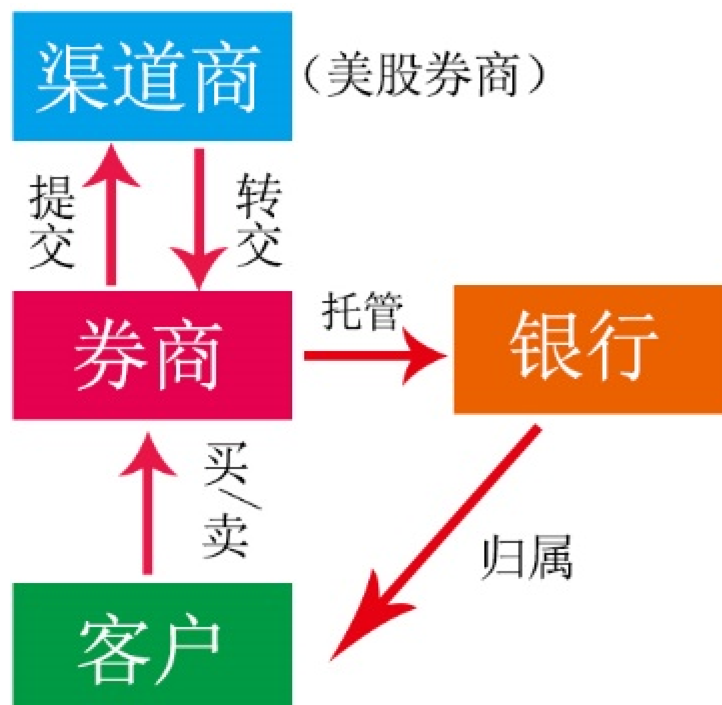
个人 公司

SFC，俗称香港证监会，负责统一监督香港证券期货市场，证券市场交易秩序，并给合格的券商颁发牌照。官方网站www.sfc.hk，在该网站上就可以查询您所需要开户的券商是不是“持牌”的，即在SFC监管之下的合格券商。

打开香港证监会官网，在香港证监会主页找到如上图的搜索框，输入您想查询的券商（记住一般是英文名或者繁体中文名），就能够知道你的券商是不是持牌的正规券商。如果查询无果，就证明您的券商没有牌照，请不要将钱汇入他们的账户！

第二个问题，香港券商怎么保护你的安全呢?

香港的监管部门为了保障所有投资者买卖外国股票的资产安全，设计出了一套非常精密的体系。我们用图片来解释这个系统:



客户通过香港券商开户后，将钱汇入券商的账户，券商将你的钱托管在第三方的银行内，无权动用这笔钱。

客户需要买卖美股时，香港券商会将客户的指令，传送给他的“上游渠道商”，即美国本土券商，美国本土券商接到指令，完成买卖后，将股票/现金转交给香港券商，香港券商再将股票/现金托管给第三方银行。

记住哦，无论是客户购买的股票，还是拿回的现金，都托管在第三方银行。所以无论是你的香港券商倒闭，还是香港券商上游的本国本土券商倒闭，都不会影响客户的资产。客户的钱和股票都在更为安全的托管银行内呢！即便真的出现这“万分之一”的倒闭情况，你还是有办法通过合法手段将你的资产追索回来的。

好了，如果你还是不放心，就通过以下清单，找到你心仪的香港券商！

第一步：在香港证监会网站查询其是否为持牌券商（www.sfc.hk）。

第二步：查看其托管美股的银行是否靠谱。

经历了雷曼事件，许多香港券商转而使用了法国巴黎银行、德意志银行、美林、摩根这样的大投行。询问券商客服，他会告诉你答案的哦。

第三步：是否有大的资金背景支持？是否有好的经营历史？

香港的金融监管虽然严格，但比A股市场还是宽松了不少，券商如果真的出现经营不善，会给客户带来很多麻烦。所以当我们选择券商时，不仅要关注其佣金是否低廉，服务是否完善，还要看看其背后有无大的资金背景支持？比如是否有超级大资金的投资和支持（比如小米、腾讯、红杉或者某些央企的投资和背书），有这些大资金支持的公司通常不会轻易出现经营问题甚至倒闭。

1.2.和A股相比，美股交易有什么不同？

与A股的比较，我们从下面这几个名词开始入手：

保证金账户：类似A股的信用账户，开通了保证金账户权限，你才能进行融资的买入/卖出，买空买空。与A股相似的是，你的资金需要达到一定的限额，才能开通保证金账户，大多数美股券商规定门槛为25,000美元以上。

融资制度：美国股票可以融资。融资限额为您资产总值的一倍，无级数限制；而中国目前情况不同，视政策、券商、客户不同而不同。

T+0交易：当日回转交易，即可以当日的买入，卖出。很多A股投资者就是冲着可以当日T+0交易而去投资/投机美股的，但是，请注意，不是所有的人都可以无限制地T+0交易哦。美国证监会规定在五个交易日内如有四次或以上的日内交易，且这些买卖占到同期总交易次数的6%或以上，即被认为是日内交易者。日内交易者可不是谁都可以做的。为了保护普通散户，SEC给你设定了一个小门槛，即你必须保证账户资产(包括现金、股票或其他合规资产)达到25,000美元。如果投资者交易行为满足了日内交易者的定义，但是其账户资产低于25,000美元，则股票交易将被冻结90天，或直到投资者的账户资产补足到25,000美元才可以再次交易。所以，不要轻易进行T+0交易，先看看自己是否符合要求哦！

T+3交收：即交易发生后第三个工作日才能完成清算交割。大白话来说，交易完成后3天，股票才会通过清算系统，移交到你的手上，你才会真正成为股票的所有人。这一点对许多中国投资者来说，非常非常需要注意。很多投资者曾经来询问，某只股票10月20日股权登记，10月21日分红，我是10月19日买入的股票，为什么无法得到红利呢？原因就在于这个T+3的交收制度！10月19日买入的股票，到22日才真正属于你哦，而20日股权登记已经完成了，在20日当天，你还不是这家公司的股权所有人，所以你无法获得红利！

代码：美国股票交易代码则为上市公司英文缩写，脸书（FACEBOOK）的股票交易代码为FB，中国刚上市的阿里巴巴股市交易代码为BABA。

流通股：在中国股市上，有高达2/3的非流通股，经过了几年的股改这一比率可能下降了哦。而美国的新股IPO后180天，锁定期过期，股票成为全流通。

税负：为了鼓励外国人投资美国股票，美国对于外国人买卖美国股票的资本利得是免税的，但是根据中美双方缔结的《避免双重征税条约》，美国公司给予您的现金股利要预扣10%的红利税。对于中国人来说，这个条例可是很大的优惠哦。美国对于其他很多国家/地区都一律征收30%的红利税。

1.3.投资国内美股ETF和直接投资美股有什么区别?

如今在沪深两市有许多针对美股的ETF(交易型开放式指数基金)，比如纳指ETF，标普ETF等等。我呢，一直不太主张自主型投资者直接购买跨境的美股ETF进行投资。理由如下：

1.投资ETF的本质，是购买其背后一揽子500只股票，要求投资者对美国的整体市场有一个精确的判断。如果不亲身参与到美国的市场中，投资者对外围股市的敏感度很低，容易产生误判。而在美国本土市场仔细研究单个或者少数几个公司，胜算更大。

2.无法规避的汇率风险。即便你看准了趋势，认为标普500指数会上涨而买入，而标普500指数也如预期般上涨了。可别忘记，你是在用人民币购买美元资产哦，标普500指数的这只ETF持有的是以美元计价的500只股票。美元的波动性比人民币要大，一旦股指上涨而美元贬值（比如：标普500指数当年上涨10%，而美元却贬值了15%），那么这只ETF的价值折算回人民币说不定还是下降的。到头来ETF不涨反跌，对于投资者来说很可能竹篮打水一场空。

而如果你直接投资美股，银行、券商、市场都会提供一些工具，帮助你避免汇率风险。

3.管理费和其他杂费的问题。除了承担汇率风险和信息不对称的风险外，运营ETF的公司还要向你收取大量的管理费，降低ETF本身的价值。打个比方吧，今年美国标普500指数的行情非常非常好，居然上涨了20%（在美国已经很难得了哟），但由于收取了管理费、申购费、佣金费用等，你只能获得19%甚至18%的收益。而投资美股，自己做主，自己决策，自己研究，省去了这些中间环节！

当然，我们还是要说，如果你没有时间研究个股，没有精力去美国的券商开户，只想将自己手中的现金做一个有关于美国的资产配置，那我认为国内的美股ETF还是一个方便的、可靠的选择。

ETF并非一无是处，本段只针对“自主型”的投资者而写。

1.4.给我一个爱你的理由（为什么投资美股？）

首先，美国市场有完备的、古老的、历经考验的规章制度。对于内幕交易、财务造假有更严厉的处罚措施。集体诉讼制度、推定欺诈制度的发明使散户得到了最全面的保护。前段时间（2015年8月左右）北京两位居民被查通过内幕消息，在58同城与赶集网合并消息公布前，大量买入58同城期权并获得暴利，不到一星期即被美国证券交易委员会SEC察觉，并立即冻结期账号，没收违法所得并处以超过200万美元罚款。

其次：交易品种多，投资投机两相宜。即使你仅有一个现金账户，不能融资，不能投资金融衍生品（期权，股指期货等），依旧有

成本极其低廉的对冲风险、做空股票的手段，甚至可以直接利用股票市场投资/投机所有的商品品种哦。

举例来说：

当你觉得纳斯达克指数可能下跌时，你需要做什么？

对冲纳斯达克指数下跌的风险。这个时候，你可以直接购买三倍做空纳斯达克指数的ETN（Exchange-Traded Note：交易所债券，几乎等同于ETF，略有些区别），交易所代码SQQQ。那么，当纳斯达克指数每下跌1%，你将获得3%的利润(即SQQQ上涨3%)。

如果你预计未来纳斯达克指数会呈现上涨的走势，则可以购买交易所代码TQQQ的ETN，即三倍做多纳斯达克指数。通过TQQQ的上涨，你将会获得3倍于纳斯达克涨幅的收益。即，纳斯达克上涨1%，你通过购买TQQQ可以获得3%的盈利哦。很神奇吧，而且没有五十万的门槛，没有资格认证，让普通的小散户自由地“投机”和“做空”。当然了，投资这种高杠杆的对冲产品，风险是很大的，投资者需要学习清楚再操作哦！

另外，除了做空、做多，你还可以通过美股市场投资黄金、白银、原油、房地产，甚至农产品、大宗商品（金银铜铁）、房地产等。

举例来说：

投资黄金，你可以直接购买SPDR公司发行的黄金ETF，交易代码：GLD。

投资白银，你可以直接购买Ishare公司发行的白银ETF，交易代码：SLV。更有Proshare公司发行的两倍做多/做空白银ETN，交易代码：AGQ/ZSL。购买它们你可以获得2倍于黄金涨幅/跌幅的回报哦。

投资原油，你不仅有原油ETF（交易代码：OIL），还有三倍做多/做空原油ETN，交易代码：UWTI/DWTI。

投资美国房地产，你可以像购买股票一样，直接交易所购买房地产信托基金（REITS），避免直接持有美国房地产造成的各项税费，维护费，打扫清理花园草坪的必要开销。让基金管理人帮你收租，打扫，缴纳水电，管理物业，轻轻松松用少量资金投资美国核心地段的最好房源哦，不费力做包租婆/公！

最后，投资者做投资的核心是什么？做的是资产配置，通过配置不同的资产，让自己的收益始终跑赢通胀。既然如此，就要有全球化的视野和分散的投资渠道。

美国的存货周期，投资周期，经济大周期与中国大不相同，通过跨市场的投资分散人民币资产过度集中的风险，避过国内的经济低谷期，避免人民币可能出现的贬值，是很有必要的。

第二章 打了好基础，投资不吃亏

2.1.认识监管机构SEC

美股投资者入门第一课，就是要认识SEC，全称：Securities and Exchange Commission，译为：美国证券交易委员会，简称美国证监会。网址：http://www.sec.gov/。

美股投资者找年报，找公告，找招股说明书，找法律政策文件，都在这个网站上。信息齐全，别类清晰，是美股投资者离不开的好网站。

1934年之前，美国的资本市场乱象频生，内幕交易、操纵股市、压榨散户、财务造假屡屡发生。“为了防止地球被破坏，为了维护宇宙的和平”，美国联邦政府制定《1934年证券交易法》，旨在监督证券法规的实施。

委员会由五名委员组成。证监会主席每五年更换一次，直接由美国总统任命。

SEC在所有政府部门中地位极高，是直接对国会负责的，甚至具有一定的独立立法和司法权。全国和各州的证券发行、证券交易所、证券商、投资公司，SEC根据法律，都可以对其行使管理和监督的权力。所以，SEC对全国这些机构的监管行动，不受任何其他政府部门的干涉。只有在预算、立法这些重大事项上，需要和其他部门协调。

SEC的最终目标是：监督法规的执行，维护证券发行者、投资者和交易者的正当权益。防止证券活动中的过度冒险、投机和欺诈活动，维护稳定的股价水平。并配合联邦储备委员会以及其他金融监管机构，让金融体系变得更灵活，更透明，更安全。

SEC以独立、公正，权限大、罚款狠著称，为奠定美国健康繁荣的资本市场做出了几乎可称为“不朽”的贡献。

美国的证券市场管理体制有以下特点：

实行高度的集权式管理：

SEC管理和控制着联邦级证券交易所（所谓联邦级证券交易所，即通过了SEC认证，可以在全国范围，乃至世界范围内从事证券交易的公司），这些交易所必须无条件地服从SEC的管理。SEC还同时还依法监督和管理场外证券市场。

SEC同时还非常忙碌：

2014年SEC共起诉755起案件，共没收或者罚款金额41.6亿美元(有几个历史案件在庭审中获胜)；

2011年SEC共起诉735起案件，没收或者罚金总金额28亿美元；

2012年SEC共起诉734起案件，没收或者罚金总金额31亿美元；

2013年SEC共起诉686起案件，没收或者罚金总金额34亿美元；

归结SEC的成功，我认为有以下几点：

1.SEC认为只要是违反证券法规的行为，不论大小，一律都抓；从SEC近年起诉的案件来看，其所涉及的违规金额，大到上亿美元，小到只有4000美元的，都不曾放过。可谓“老虎”“苍蝇”都要打！

2.启用吹哨人制度，即举报奖励制度。2013年整年，SEC已经向举报证券违规行为的举报人发放了超过一亿多美元的奖励，以此激励行业内从业人员敢于对不公平、不透明的内幕交易行为发声，群众监督群众。

3.超前的对大数据的应用：由于证券交易越来越复杂，参与者越来越多，监管难度越来越高，2013年7月2日SEC宣告成立财务报告和审计紧急部门和风险及数量分析中心这两个部门；将大数据技术运用到财务舞弊调查中，成效斐然。

2.2.认识FINRA和FASB

投资者需要认识的“常识性”监管机构，除了最顶端、最知名的SEC外，还有FINRA和FASB。

很多同学会说，我就是做投资，也不做违法犯罪的事儿，认识他们有什么用?

一来可以帮助你读懂财经新闻，因为这两个部门的出镜率很高哦。

二来，知其然也要知其所以然。对美国的证券交易监管有深刻的理解之后，你才会对整个市场有更深刻的理解，认识到这个市场的灵魂是什么，与A股有什么不一样。

另外，FINRA和FASB的地位也很特别。如果你所投资的公司突然有一天上了新闻，还惹上了FINRA和FASB这两个部门，那通常不是什么好事，或许是这家公司涉及财务造假，或许是这家公司涉嫌金融欺诈。看到FINRA和FASB，投资者要抖三抖哦。

先介绍FINRA吧，它全称：Financial Industry Regulatory Authority，中文译名：美国金融业监管局。它其实是一家私人公司，是一家证券业的自律组织，但同时又是SEC承认的、合法的监管机构，监管对象主要包括超过4400家经纪公司、16多万家分公司和60多万名注册证券代表。

美国金融业监管局成立的目的，是保护所有在美国投资的个人，不论投资何种金融产品，从贷款买房到投资公司，都能得到应有的权利保护和利益保障。

FINRA的监管范围涵盖了证券业的方方面面，从注册和教育相关从业者和参与人员，制定相应的法规政策，执行相关的法律和约束，到普及教育参与投资的公众和提供交易报告和其余相关行业设备。

金融业监管局给入行的个人及企业发放执照，给他们制定行为准则、操守。检测评定他们有无违法行为。美国金融业监管局有权对触犯法律法规的企业和个人处以罚款，暂停执照甚至直接吊销其行业执照。

金融业监管局的另一大作用是投资者教育，FINRA采取媒体宣传和召开研讨会等多种形式，帮助投资者了解金融知识，熟悉基础的投资工具。

我们在第一章也已经讲过，FINRA专门创设了网站，帮助投资者确认哪些券商/个人是合法的券商/经纪人，帮助普通投资者以最快的速度识别其真伪，360度全方位保护投资者。

再来说说FASB，它其实不能算一个严格意义的“监管部门”，中国投资者或许有些陌生，它的全称是“Financial Accounting Standards Board”，中文译名：“财务会计准则委员会”。

它是美国制定财务会计和报告准则的指定私营机构，它所编制的这些准则对财务报告的编制加以强制约束。该机构是美国证券交易监督委员会以及美国注册会计师协会正式承认的最权威机构。它所制定的会计规则，便是无人不知无人不晓、使用时间极长、历经磨难的US-GAAP（美国一般公认会计原则）。

FASB每年都会观察市场上企业利用会计漏洞作弊、欺诈的行为，并同时发布对财务规定的讨论和修改。根据市场的新动态、新变化，及时修正US-GAAP，防范国内的公司再次利用法律法规漏洞继续欺骗投资者，从而完成其保护投资者的使命。

通过反省世通公司案、安然案等大型金融诈骗案例，目前美国的US-GAAP会计准则可以说是世界上仅有的几部最完备、漏洞最少、最易监管的会计准则。

FASB官网是公司财务研究者不可或缺的研究工具，可以从其中学到不少的财务知识，对识别企业财务的真伪，了解企业财务的健康状况颇有帮助。

2.3.SEC的这些公告，你一定要会读！

投资美股，首先要接触的，当然是各种繁杂的公司公告了。

与中国“年报”“季报”“因重大事项停牌公告”这样浅显易懂的公告不同，美股公司公告是由“字母+数字”的格式构成，不在标题直接写明内容，对于初学者来说，看到各种五花八门的公告推送，经常一头雾水，不知所云，更不晓得从哪里看起了！

那我们就一步步来给你解释：

首先，美国公司提交的公告，一致称为SEC-Filing，字面意思即提交给SEC的文件。不同的文件（Filing）有不同的代号。

在与许多美股投资者的交流过程中，我发现以下18个公告是最为常用的，普通投资者认识了它们，应该够用了。同时，掌握了它们，认识其余的上百种公告，也就不难了。所以一一整理出来给大家参考：

1.S1/S1-A

美国本土公司的招股说明书，包含了公司首次公开发行（IPO）时所需提交的一切材料，包括财务信息、未来有无可能分红、公司的竞争对手情况、市场地位、收入是否稳定等。内容详细，通常要四五十页甚至一百页、两百页之多，对公司各项风险事宜皆有最完整的披露。

S1-A是S1文件的补充文件，A是指Amendment，补充S1文件所遗漏的信息。如果公司推迟上市，其间发生的一切事项都要通过S1-A文件进行补充。

2.6K

这是中国概念股投资者会最常接触的表格了。

由于外国公司在美国发行股票（又称存托凭证，即ADR）不强制要求提交10-Q和8-K财务文件，所以6K文件，是中国概念股（比如当当，阿里巴巴）他们经常用来传递季报/年报的财务信息。

当然，6K还有其他用处：某家上市公司在除了美国以外的其他地方发行股票（比如未来有一天阿里巴巴在A股市场发行股票），需要提交6K文件说明情况。上市公司高管，董事等发出私有化邀约时，披露一些重要信息也需要6K。公司要发行债券了，6K文件同时也可以实

现帮助非美国公司披露上市公司重大信息的用途。这么说吧，非美上市公司大大小小的烦琐事务都可以通过6K文件公开。6K相当于非美国本土公司的“小公告栏”。

3.10-K

年度报告。提供公司及其上年绩效的全面综述，即所谓的“正式年报”。它要求上市公司披露上年的全面情况，包括但不限于：业务综述、管理层讨论、分析、经过审计的财务报表（GAAP）、未偿付债务细节、基本普通股数、认股权证数据等等。

4.10-Q

Q代表Quarter。10-Q即相当于季报。上市公司向SEC提供的最近一个季度财务综述。虽然没有10-K全面，但仍有10-K的大部分内容，包括最新普通股数量，最新认股权证，财务信息等等。

投资美股，阅读10-K和10-Q公告是必修课。华尔街的大鳄们被称为“季节性动物”，几乎每次都按照季报/年报进行重大操作。每次企业公布季报年报，都会引来股价的暴涨暴跌（涨跌幅度常常达到20%甚至40%之多），残酷性可见一斑。

5.8-K

称为当期报告。上市公司的备案报告。当上市公司发生十分重大的事件时，即发生所谓的触发事件（triggering event）时，需要提交此报告。比如：盈利公告、收购邀约、收购完成、资本市场交易等等，一旦事件发生，公司按照证券法规定，立刻提交8-K报告披露信息。

同时，美国本土的上市公司也可以利用8-K发布盈利报告。利用8-K发布的财务报告，通常比10-Q要早，类似中国A股的“财务快报”。但

是8-K所发布的是未经审计的财务报告（也就是常说的Non-GAAP报告，即不符合美国一般会计准则的财务快报，仅作参考之用）。

6.Proxy Statement

委托声明书，类似“给股东的信”这样的东西。

上市公司在股东大会之前给股东的一份文件，包含希望股东投票的重大事项等等内容。这份声明书还会用14A文件（Schedule 14A）在SEC备案。

7.SC 13G, SC 13G/A

股权变动书。适用于在上市公司持股5%以上大股东。

当某人/某机构发生买入、增持/减持上市公司股权等情况时，必须提交此类文件进行信息公开。

SC 13G一般情况下为某投资者/某机构买入某只股票，投资者持有份额首次超过5%时，触发披露条件，这位投资者必须立刻向SEC公开持股信息。公开信息的内容包括：持股份额、股数、市值、投票权有多少等。

SC 13G/A为补充文件，即经过首次公告后，该大股东又增持或者减持了，这时候需要提交这份“补充文件”。

8.13F

按照美国对机构投资者的监管法案，机构投资者持仓情况每个季度都应该通过13-F公布。类似伯克希尔哈撒韦（BRK）、凯雷（CG）这样的大型机构投资者每个季度，就是通过13-F文件公布自己的持仓

情况。美国的监管体系认为，这样可以最大程度保护中小投资者利益，避免机构投资者说一套，做一套。

当然，这些公司也可以在法律允许的情况下，酌情向SEC申请隐瞒一部分持仓情况，以防止抄袭者（跟风者）的出现。

比如巴菲特的伯克希尔公司希望购买大量的菲利普66公司股权，但害怕在购买不足量时，跟风者通过13-F文件发现其踪迹，并大肆抢购。此时，巴菲特可以向美国证监会申请保密此次持仓。但是，当伯克希尔公司的持股份额超过了5%时，就不得不直接披露SC 13G文件，告诉投资者我已经是这家公司的大股东了哦。

9.424B3

根据美国证券法第424b3条所要求发行的文件。当某公司发行证券，或者证券类产品时，必须提供该证券的详细信息，以帮助投资者了解其真实情况，决定是否买入。简单来说吧，美股的P2P公司巨头Lending Club就必须经常发行424B3文件。为什么那么复杂?

因为2008年时，SEC规定，Lending Club面向普通人发行的P2P理财产品为证券性质，必须向SEC备案详细的信息，保持最大程度的透明，以维护Lending Club上投资人的利益。所以Lending Club需要在424B3文件中备案各类借款人，借款公司的具体情况。

10.CT ORDER

保密处理信息。当公司进行竞价收购，与合作伙伴商谈合并事宜等等前期工作时，为了防止竞争对手的抄袭或者恶意竞争，防止市场有可能出现的剧烈波动，上市公司可以向SEC申请暂时保密相关信息。监管者可以看到相关信息，而投资者看不到。

比如，假设某一天阿里巴巴要做类似收购新浪这样的大事件，为了防止恶意竞价者出现，防止机密泄露，那么阿里巴巴就可以申请CT ORDER，告诉投资者，我们正在从事一项保密工作，至于这项工作是什么，协议达成之后才能公布。

11.SF-3/SF-3A

当公司发行资产证券化产品（ABS），以获得融资时，需要提交这个文件。

12.F-3ASR

向指定机构/个人投资者定向发行ADR（美股存托凭证）时，需要披露规定信息，提交F-3ASR文件。举例：如果搜房网因为融资需要，向凯雷等机构定向发行ADR（美股存托凭证），则必须在此之前提交F-3ASR文件向投资者说明情况。

13.F6

也是中国概念股投资者比较常见的文件。当中概股的原始投资者/管理层希望自己公司的股份以ADR形式进行交易时，需要向SEC递交F6文件。

它相当于是一个减持的预兆。因为中概股的原始投资者/管理层持有的是公司普通股，当他们需要套现时，需要向托管银行提出申请，将普通股转换为可交易的ADR，然后再在市场上抛售。至于ADR的具体细节，下面一章会讲到。

14.S-8文件

公司上市后。员工持股的情况需要用S-8文件首次登记并向外公开。

15.POS AM文件

招股信息更正的说明，全称“生效后修正稿”。

16.144文件

证券准备出售的声明。当上市公司相关人员准备出售公司股份，三个月内可能超过5000股时，总市值可能超过5万美元时，需要递交此文件，警示投资者注意风险。

比如假设Google公司的老板佩奇需要在未来减持股票以套现10万美元，就需要递交144文件向SEC和广大投资人披露：需要在什么日期之前，在什么样的价格区间，减持多少股。事实上，佩奇为了减持Google公司股权，已经递交过很多次144文件了。

17.F-1

非美国本土公司在美国上市，需要提交的招股说明书为F-1而不是前面提到的S-1。其内容、格式、所需要披露的信息和S-1一模一样，没有差别。监管也和美国本土公司同样严厉。

18.20-F

又是一份中国概念股投资者必看的文件。上市公司注册地不在美国，提交年报信息时不可用美国本土公司常用的、传统的10-K文件，而改为20-F。

20-F披露的财务信息同样需要按照美国通用一般会计准则（US-GAAP）进行审计，需要披露和美国本土公司一样的细节信息，接受同样程度的监管。本质上没有区别。

对了，最后我们要来聊聊，最重要但一直没有说的事儿：这些文件哪里找得到呢？http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html

还是SEC官网的Edgar系统帮助您！

EDGAR Search Tools

Latest Filings

Company Filings

Mutual Funds

Variable Insurance Products

Daily Filings by Type

Boolean Archive Search

Full Text (Past 4 Years)

CIK Lookup

Confidential Treatment Orders

Effectiveness Notices

EDGAR | Company Filings

Free access to more than 20 million filings

We're improving EDGAR. Prefer the old page? It's still available.

Company Name

Company Name Search

More Options

Fast Search

jd Search

Ticker symbol or CIK is the fastest way to find company filings.

Guides

How to Research Public Companies

Learn how to quickly research a company's operations and financial information with EDGAR search tools.

Filing Types

Learn which filing types contain earnings announcements, executive compensation, SEC correspondence and more.

Search Tools

CIK Lookup Tool

Look up the central index key (CIK) of an EDGAR filer. Searching by CIK is the most accurate way to view filings.

Save Your Search

Want to get updates on new filings? Learn how to save your search by subscribing to EDGAR RSS feeds.

请在Fast Search处输入您想要查询公司的代码，点击Search！就可以找到你想要的公告文件啦！

第三章 选好股票，从会读招股说明书开始

3.1.哪里找到招股说明书呢?

讲完各式各样的公告，你们觉得上市公司的哪份公告最重要呢?显然是它们的“第一次”，即S-1文件，招股说明书。上市公司的“出生证明”。

这份文件信息之庞杂让很多初入美股的投资者甚为头痛，所以这一课我就告诉你们，作为一个初学者，应该怎么更有效率地读招股说明书：

提示：为了避免推荐股票，本文以一只热门中国概念股阿里巴巴（代码BABA）和一只冷门股化学品分销商Univar（代码UNVR）公司为例，截图以Univar公司为准。

I.首先，招股说明书哪里找?

读过上一章美股入门SEC文件的同学应该知道了，找招股书，上SEC的EDGAR系统。

SEC，投资者离不开的神奇的网站。

点击：http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html

Fast Search

Ticker or CIK　Search

Ticker symbol or CIK is the fastest way to find company filings.

找到Fast Search模块，在此处输入您要查询的公司代码。

对的，如上面所说，我们以最近不久上市的两家公司，化学品分销商Univar和中国电商Alibaba为例。

好的！输入股票代码UNVR/BABA，点击搜索！一下吓得思觉失调了有木有？那么多文件哪个是呢？

Home | Latest Filings | Previous Page

U.S. Securities and Exchange Commission

EDGAR Search Results

SEC Home » Search the Next-Generation EDGAR System » Company Search » Current Page

Univar Inc. CIK#: 0001494319 (see all company filings)
SIC: 5160 - WHOLESALE-CHEMICALS & ALLIED PRODUCTS
State location: IL | State of Inc.: DE | Fiscal Year End: 1210
(Assistant Director Office: 6)
Get insider transactions for this issuer.

Business Address: 3075 HIGHLAND PARKWAY, SUITE 200, DOWNERS GROVE IL 60515, 331-777-6000

Mailing Address: 3075 HIGHLAND PARKWAY, SUITE 200, DOWNERS GROVE IL 60515

Filter Results: Filing Type: Prior to: (YYYYMMDD) Ownership? include exclude only Limit Results Per Page 40 Entries Search Show All

Items 1 - 40 RSS Feed　Next 40

Filings	Format	Description	Filed/Effective	File/Film Number
8-K	Documents	Current report, items 7.01 and 9.01 Acc-no: 0001193125-15-321908 (34 Act) Size: 1 MB	2015-09-17	001-37443 151111382
10-Q	Documents Interactive Data	Quarterly report [Sections 13 or 15(d)] Acc-no: 0001193125-15-280965 (34 Act) Size: 5 MB	2015-08-06	001-37443 151033057
8-K	Documents	Current report, items 1.01, 1.02, 8.01, and 9.01 Acc-no: 0001193125-15-269126 (34 Act) Size: 1 MB	2015-07-30	001-37443 151014218
8-K	Documents	Current report, items 2.02 and 9.01 Acc-no: 0001193125-15-267015 (34 Act) Size: 1 MB	2015-07-29	001-37443 151011054
8-K	Documents	Current report, item 5.02 Acc-no: 0001193125-15-262723 (34 Act) Size: 14 KB	2015-07-24	001-37443 151004692
8-K	Documents	Current report, item 5.02 Acc-no: 0001193125-15-254724 (34 Act) Size: 12 KB	2015-07-16	001-37443 15991339
8-K	Documents	Current report, items 1.01, 1.02, 2.03, 8.01, and 9.01 Acc-no: 0001193125-15-246909 (34 Act) Size: 2 MB	2015-07-07	001-37443 15977259

上篇解析SEC文件里已经详细说明啦：S-1文件为美国本地股的招股说明书，F-1文件为中概股/非美国本地企业招股说明书。所以，在上图Filing Type(文件类型)处，输入S-1/F-1，启动搜索功能。你就能找到你想找的招股说明书喽！

Univar Inc. CIK#: 0001494319 (see all company filings)
SIC: 5160 - WHOLESALE-CHEMICALS & ALLIED PRODUCTS
State location: IL | State of Inc.: **DE** | Fiscal Year End: 1210
(Assistant Director Office: 6)
Get **insider transactions** for this **issuer**.

Business Address
3075 HIGHLAND PARKWAY
SUITE 200
DOWNERS GROVE IL 60515
331-777-6000

Mailing Address
3075 HIGHLAND PARKWAY
SUITE 200
DOWNERS GROVE IL 60515

Filter Results: Filing Type: S-1 Prior to: (YYYYMMDD) Ownership? include exclude only Limit Results Per Page 40 Entries Search Show All

Items 1 - 10 RSS Feed

Filings	Format	Description	Filing Date	File/Film Number
S-1/A	Documents	**[Amend]**General form for registration of securities under the Securities Act of 1933 Acc-no: 0001193125-15-225214 (33 Act) Size: 4 MB	2015-06-17	333-197085 15935722
S-1/A	Documents	**[Amend]**General form for registration of securities under the Securities Act of 1933 Acc-no: 0001193125-15-215433 (33 Act) Size: 5 MB	2015-06-08	333-197085 15917329
S-1/A	Documents	**[Amend][Cover]**General form for registration of securities under the Securities Act of 1933 Acc-no: 0001193125-15-200276 (33 Act) Size: 5 MB	2015-05-26	333-197085 15890167
S-1/A	Documents	**[Amend][Cover]**General form for registration of securities under the Securities Act of 1933 Acc-no: 0001193125-15-153171 (33 Act) Size: 3 MB	2015-04-28	333-197085 15799376
S-1/A	Documents	**[Amend]**General form for registration of securities under the Securities Act of 1933 Acc-no: 0001193125-14-413361 (33 Act) Size: 4 MB	2014-11-14	333-197085 141224987
S-1/A	Documents	**[Amend]**General form for registration of securities under the Securities Act of 1933 Acc-no: 0001193125-14-310355 (33 Act) Size: 15 MB	2014-08-14	333-197085 141044139
S-1/A	Documents	**[Amend]**General form for registration of securities under the Securities Act of 1933 Acc-no: 0001193125-14-291772 (33 Act) Size: 3 MB	2014-08-01	333-197085 141010840
S-1	Documents	General form for registration of securities under the Securities Act of 1933 Acc-no: 0001193125-14-253256 (33 Act) Size: 3 MB	2014-06-27	333-197085 14946049
S-1/A	Documents	**[Amend]**General form for registration of securities under the Securities Act of 1933 Acc-no: 0001193125-10-188922 (33 Act) Size: 3 MB	2010-08-13	333-167878 101016230
S-1	Documents	General form for registration of securities under the Securities Act of 1933 Acc-no: 0001193125-10-150116 (33 Act) Size: 3 MB	2010-06-30	333-167878 10924958

http://www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar

Home | Search the Next-Generation EDGAR System | Previous Page   Modified 03/14/2012

Alibaba Group Holding Ltd CIK#: 0001577552 (see all company filings)
SIC: 7389 - SERVICES-BUSINESS SERVICES, NEC
State location: K3
(Assistant Director Office: 2 & 3)
Get **insider transactions** for this **reporting owner**.

Business Address
C/O ALIBABA GROUP SERVICES LIMITED,
26/F
TOWER ONE, TIMES SQUARE, 1
MATHESON ST.
CAUSEWAY BAY K3 00000
852-2215-5100

Mailing Address
C/O ALIBABA GROUP SERVICES LIMITED,
26/F
TOWER ONE, TIMES SQUARE, 1
MATHESON ST.
CAUSEWAY BAY K3 00000

Filter Results: Filing Type: F-1 Prior to: (YYYYMMDD) Ownership? include exclude only Limit Results Per Page 40 Entries Search Show All

Items 1 - 8 RSS Feed

Filings	Format	Description	Filing Date	File/Film Number
F-1/A	Documents	**[Amend]**Registration statement for certain foreign private issuers Acc-no: 0001193125-14-341794 (33 Act) Size: 15 MB	2014-09-15	333-195736 141103628
F-1/A	Documents	**[Amend]**Registration statement for certain foreign private issuers Acc-no: 0001193125-14-333674 (33 Act) Size: 16 MB	2014-09-05	333-195736 141085854
F-1/A	Documents	**[Amend]**Registration statement for certain foreign private issuers Acc-no: 0001193125-14-322604 (33 Act) Size: 15 MB	2014-08-27	333-195736 141066857
F-1/A	Documents	**[Amend]**Registration statement for certain foreign private issuers Acc-no: 0001193125-14-306647 (33 Act) Size: 13 MB	2014-08-12	333-195736 141034098
F-1/A	Documents	**[Amend]**Registration statement for certain foreign private issuers Acc-no: 0001193125-14-266462 (33 Act) Size: 13 MB	2014-07-11	333-195736 14971674
F-1/A	Documents	**[Amend]**Registration statement for certain foreign private issuers Acc-no: 0001193125-14-250684 (33 Act) Size: 12 MB	2014-06-26	333-195736 14942069
F-1/A	Documents	**[Amend]**Registration statement for certain foreign private issuers Acc-no: 0001193125-14-236860 (33 Act) Size: 13 MB	2014-06-16	333-195736 14921664
F-1	Documents	Registration statement for certain foreign private issuers Acc-no: 0001193125-14-184994 (33 Act) Size: 101 MB	2014-05-06	333-195736 14817529

http://www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar

为什么要选择冷门股Univar和中国概念股阿里巴巴呢?

因为它具有典型意义。

第一，化学品分销商Univar从筹备上市到真正上市期间遇到了市场的剧烈波动而几次推迟，所以这家公司提交了几次修正文件S-1/A以补充必要财务信息、股权信息等，资料更完善，更具有借鉴意义。（A的意思是Amendment，即补充信息）。

第二，阿里巴巴是中概股，对于本书的受众，即中国投资者来说，更具有参考意义。牢记心中，中国概念股的招股说明书是F-1，而

不是S-1哦。

接下来，我们仿照大学课本里的要求，将招股说明书里的信息，分成“精读内容”“泛读内容”“跳读内容”和“专家才要读的”的内容，一一介绍。

请大家下载好文件之后，跟着我一起阅读，学习得更快哦。

3.2.需要精读的信息有哪些?

1.PROSPECTUS SUMMARY（摘要）

大多数公司的格式与我举例的Univar公司无异。

从Our company（公司介绍）开始到Strategy（各种公司策略）结束，这一部分，Prospectus summary会简短回答这几个问题（包括但不限于）：

a.公司做啥的?

Univar公司回答其是一个物流+分销特种化学品的公司。

b.公司的CEO是谁?他干点啥?曾经做过什么职位?

Univar公司回答其CEO有在杜邦巨型化学品公司担任高管的经历，给投资者以信心。

c.行业整体情况啥样?

Univar陈述了行业情况，它的行业地位等等。比如全球化学品行业总规模约为3400亿美元。

d.公司的竞争优势是什么？

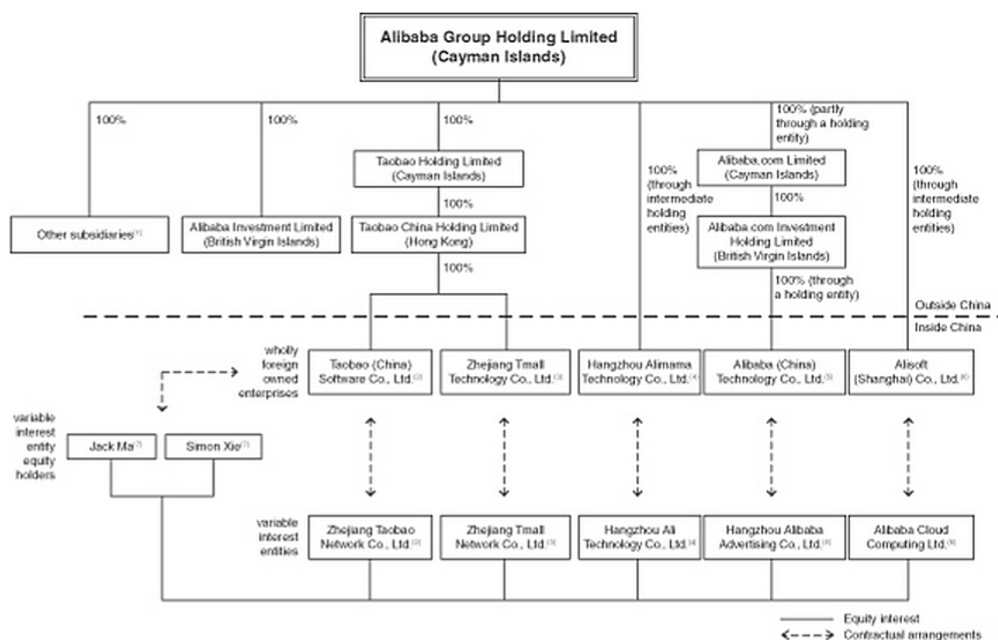
比如Univar在副标题中“Global sourcing and distribution network producing operational and scale efficiencies”，一语切中要害，即他们这个化学品分销公司，几乎以网络和规模取胜，暗示需要大投入、大开支来维持，扩大市场份额。

e.各国/各洲/各地区经营情况简介。

一般上市公司会将全球市场分为四个地区：USA，CANADA为首的北美，EMEA即欧洲中东非洲，Asia亚洲，还有Rest of the world。

f.公司未来几年的经营策略是什么？

g.特别提示，中概股公司还会在此处公布自己公司的VIE结构等。例如下图的阿里巴巴在招股说明书中就详细解释了中概股极其复杂的VIE（可变利益实体）结构：



2.USE OF PROCEEDS（所得款项用途）

顾名思义，IPO募集款项，我会把它们用去哪里呢？这可不能乱花哦。

不得不读。

比如：Univar公司在这一部分说明了它要利用IPO资金清偿一部分10.5%利息的高级票据，这就暗示了未来的公司债务压力会因为此次IPO而减轻，公司未来的债务利息会非常低（因为写本书时，至少美国处于几乎零利率的状态）。

3.CAPITALIZATION（资产结构）

如下图所示，这一部分内容，实际解释的是公司旗下资产/债务构成比例。会非常详尽地告诉你，公司有哪些票据（债务）在什么年份到期了，需要偿还了，利率是多少。

这一部分，是详细判断公司短期/长期财务状况的重要信息来源。

公司的债务结构是否合理？借贷成本是否合理，都可以从这里知道。当之无愧的精读部分。

	As of March 31, 2015	
	Actual	As Adjusted(1) (unaudited)
	(Dollars in millions except per share data)	
Cash and cash equivalents	$ 181.4	$ 244.4
Senior Term Loan Facilities:		
Term B Loan due 2017(2)	$ 2,676.2	$ 2,676.2
Euro Tranche Term Loan due 2017(2)	136.5	136.5
Asset Backed Loan (ABL) Facilities:		
ABL Revolver due 2018	267.0	267.0
ABL Term Loan due 2016(2)	37.5	37.5
European ABL Facility due 2019	—	
Senior Subordinated Notes:		
Senior Subordinated Notes due 2017	600.0	—
Senior Subordinated Notes due 2018	50.0	—
Capital Lease Obligations	13.5	13.5
Total Debt Before Discount	3,780.7	3,130.7
Discount on Long-Term Debt	(20.2)	(17.1)
Total Long Term Debt	3,760.5	3,113.6
Stockholders' equity (deficit):		
Common stock: (i) Actual: par value $0.000000028 per share, 370,181,733 shares authorized, 100,297,831 shares issued and outstanding (ii) As adjusted: par value $0.01 per share, 2,000,000,000 shares authorized, 137,934,515 shares issued and outstanding	—	1.4
Additional paid-in capital	1,461.1	2,197.0
Accumulated deficit	(981.6)	(1,002.5)
Accumulated other comprehensive loss	(329.3)	(329.3)
Total stockholders' equity	150.2	866.6
Total capitalization	$ 3,910.7	$ 3,980.2

4.MANAGEMENT’S DISCUSSION AND ANALYSIS OF FINANCIAL CONDITION AND RESULTS OF OPERATIONS (管理层对财务信息的解读以及运营情况说明)

这一块内容非常长，占据了整本招股说明书的10页，复杂的可能占到20页，枯燥乏味，读起来让人昏昏欲睡。

但公司管理层通过此处，向投资者传达了自己的态度，详细解释了公司收入、盈利、费用各块细节情况，公司各个地区收入、盈利能力情况。

对前文第一项“摘要”部分做了更加细致的补充和扩展。

需要非常深入认真地一字一句阅读。通过这一段，判断公司管理层对未来经济大势的判断，判断公司管理层对公司未来是否乐观，判断公司管理层对公司未来的战略是否清晰等等。

买公司，一半是买其盈利能力，一半是买对人。如果连公司自己的管理层在解读公司经营状况时，都对未来是一片悲观（真的有这种情况发生哦），那我相信，作为投资者的你应该知道怎么做决策了。

5.Industry/bussiness/facilities（行业/业务/生产设施）

这三块是对年报最初概要商业模式部分的详细补充。

让你对整个行业，行业的业务模式有更深入的了解。

包括：我们这个行业有哪些参与者？生产哪些东西？生产的东西有什么用？各个参与者的竞争优势都在哪里？他们的优势地区在哪里？

不要嫌麻烦，通读一遍让你了解不止一家公司，而是整个行业各个参与者的经营情况，研究公司的同时长长知识有啥不好呢？

甚至有很多公司在解读这一块内容时，都会牵扯进有关“中国”的内容，包括：我投资了中国的哪些公司？中国这个行业的发展趋势是什么样的？我们进入中国的机会和挑战有哪些？这些信息可以反过来帮助你投资A股市场哦。

6.Financial Statements(财务报表)

招股说明书最后的最后，是最详尽最详尽的三大财务报表，对于价值投资者来说，阅读详细财报，而非网络上的摘要财报，是必修课。招股书内的财务信息会更详细地解释开支、收入的具体情况，解释了“每一分钱”花在了哪儿，“每一分钱”赚在了哪儿。

通读财务信息时，你才能判断公司的盈利状况是不是真实，有哪些钱该花，哪些钱不该花，哪些钱用在了刀口上，哪些钱是真的浪费了。

比如从Univar公司的财务信息中，我们可以清晰地读到，它将大量的现金用于支付巨额的债务，这有可能会影响公司近两年到三年的盈利能力。但投资者可以判断，在公司清偿完大部分债务时，盈利能力是否提升？是否是一个隐藏的黑马？是一个长期投资标的呢？

这些问题，要留给投资者自己慢慢思考。

3.3.泛读内容有那些

1.RISKFACTORS（风险因素）

这块儿非常长，初入者建议粗读。因为大多数公司对风险的警示都像是一个模板里套出来的，内容差别不大，即：

a.全球经济对公司有什么影响？比如油价、地价、天然气价格对公司什么影响?

b.策略失败对公司有什么影响?

c.汇率问题对盈利有什么影响?

d.法律法规政策风险等。

投资者泛读的过程当中，找出那些与其他其他行业不同的特殊点精读，就可以了。当然，这个泛读的能力，需要在阅读了大量的报告后才能掌握。

2.DIVIDEND POLICY（分红政策）

事实上这块内容很大程度上也是没用的。为什么呢?

公司每年的盈利情况，全球经济的情况都纷繁复杂，公司未来能产生多少现金流也是“神仙难测”。除了少数上市的“有限合伙人”公司因为税法缘故必须将大部分利润分红外。其余公司还是依据自身情况，应对经济及时进行调整。不要期望一家公司的分红状况会永久持续在一个状态，这个常识很重要。不能依照企业过往的分红历史进行投资，而应该考虑企业未来的盈利情况，能否支持这家企业有能力进行同样的分红。

3.ANTICIPATED REFINANCINGS（预期再融资）

这一段阐述未来是否有发行票据/证券来融资的需要。

还是需要看一看的，通过这一段，简单判断公司的现金流生产能力是否健康。

未来公司有没有可能因为扩张需要会在这一段说明。某些公司可能会一次两次甚至三次再融资，无限度地摊薄股东的利益。如果常常阅读美国股市的相关新闻，你会发现美国的机构投资者大部分情况下，都是反感公司一而再、再而三进行融资的。他们认为，这是管理层无能的表现。

4.MANAGEMENT（管理层）和EXECUTIVE COMPENSATION（高官们的补贴）

这一部分，着重看里面的Compensation Table（津贴明细表）部分就好，牢记一家公司向高管发放过高的福利对全体股东的利益有损伤。高管的薪资、津贴过高，就要对其的盈利能力打一个大大的问号，同时问自己三个问题来判断公司的经营状况：

1.凭什么这位高管可以有这样的收入，他是否有过人之处?

2.这样高额收入和企业的盈利能力相比，程度如何，是否影响的公司的能力?

3.公司是不是极其依赖某个人，或者某些高管才能产生盈利。离开了这些高管，是否就无法运转了?

通常情况下，公司依赖的就是人的经营，管理层决策是否有效，执行能力是否强大对公司的未来很重要。但是一家公司太依赖某一个高管，某一个首席执行官（CEO），甚至离不开某一位创始人，都不是好事，需要警惕。

Name and Principal Position	Fiscal Year	Salary ($)	Stock Awards(1) ($)	Option Awards(2) ($)	Non-Equity Incentive Plan Compensation ($)	All Other Compensation ($)	Total ($)
J. Erik Fyrwald President and Chief Executive Officer	2014	1,000,000	—	—	598,382	145,451	1,743,833
Carl J. Lukach Executive Vice President and Chief Financial Officer (starting December 8, 2014)	2014	9,615	—	1,070,000	—	—	1,079,615
D. Beatty D'Alessandro Former Executive Vice President and Chief Financial Officer (until December 8, 2014)	2014	592,508	—	—	—	2,017,891	2,610,399
David E. Flitman Former Chief Operating Officer and President, USA/ Latin America (until December 26, 2014)	2014	686,539	4,670,000	—	—	32,308	5,388,846
Mark J. Byrne Chairman—Univar Commodities Oversight Board and BCS	2014	415,385(3)	—	1,615,000	177,100	22,014	2,229,498
Christopher Oversby President—Global Oil & Gas and Mining	2014	486,538	934,000	—	216,000	73,783	1,710,321
David Jukes President—EMEA(4)	2014	397,191	467,000	—	462,803	94,355	1,421,349

5.DESCRIPTION OF CERTAIN INDEBTEDNESS（某些债务的详细描述）

某些公司会在此段会解释一些他们所持有的特别债务，例如可转债，次级债，垃圾债，他们和别的债务不同，或有附加条款，或利率特别高，或为浮动利率，或为固定利率，需要向投资者特别做出解释。

比如美国有很多公司与银行会签署附带条款的债务，比如，以UNIVAR公司举例，假如这家公司向银行借了这样一种特殊贷款：向银行借一亿元，年利息5%，借款期10年。当公司盈利能力非常好时，UNIVAR公司所需要支付的年利息降低为2%。当UNIVAR公司达不到银行的要求时（或许是经营不善，或许是现金流不达标），则UNIVAR公司就需要按照条款支付更多的利息，比如7%。这类条款需要公正透明地让投资者了解到。（此处只是假设举例，Univar公司目前没有这类特殊债务）。

配合着上一节精读板块的CAPITALIZATION板块读一读，有助于更加细致地了解公司具体的债务结构，判断公司是否对自己的债务结构有足够的优化，是否有意节省债务成本，是否能够廉价地从债券市场融资等。

3.4.这些内容只需要跳读

1.Special Note Regarding Forward-Looking Statements and Information（对公司未来展望及信息的特殊备注）

Univar公司将这一项放在开篇是有心机的。因为这块内容每本招股书都相同，总结下来一句话：我们公司在年报中说的那些话，做的那些预测，不是百分百会发生的，还会受经济大环境影响等等哦。投资者依据这些信息投资，存在风险。

并且会告诉你，我们在年报中的信息引自哪些权威机构，这些机构是否可靠。

所以这一块内容相当于是一份上市公司对投资者发布的免责声明，大致会告诉投资者年报中的信息不是投资指引，根据这些信息投资公司是有风险的。嫌麻烦的可以跳过。

2.SECURITY OWNERSHIP OF CERTAIN BENEFICIAL OWNERS AND MANAGEMENT

这一部分，是介绍公司某些重量级股东的，可以瞧瞧有什么特别有意思的投资者。如图所示，Univar公司的投资者名单中，有淡马锡和CVC这样的巨头。美国的散户、小机构会因为这家公司受到“大机构”“有信誉的机构”的成功投资者的投资，而跟风投资，从而使股价保持比较高的水平。

Name and address of beneficial owner	Shares Beneficially Owned Prior to the Offering		Shares Sold in the Offering and the Concurrent Private Placement		Shares Beneficially Owned After the Offering and the Concurrent Private Placement			
	Number	Percentage	Number (Assuming No Exercise of the Underwriters' Option)	Number (Assuming the Underwriters' Option is Exercised in Full)	Number (Assuming No Exercise of the Underwriters' Option)	Number (Assuming the Underwriters' Option is Exercised in Full)	Percentage (Assuming No Exercise of the Underwriters' Option)	Percentage (Assuming the Underwriters' Option is Exercised in Full)
CVC Capital Partners Advisory (U.S.), Inc. and related funds(1)(8)	52,304,481	52.2%	20,974,139	25,862,892	31,330,342	26,441,589	22.7%	19.2%
CD&R Univar Holdings, L.P. and related funds(2)	40,585,412	40.5%	0	0	40,585,412	40,585,412	29.4%	29.4%
Dahlia Investments Pte Ltd.(3)(8)	0	0%	0	0	25,195,263	25,195,263	18.3%	18.3%
J. Erik Fyrwald(4)	1,360,591	1.3%	0	0	1,360,591	1,360,591	0.9%	0.9%
William S. Stavropoulos	0	0%	0	0	0	0	0%	0%
Richard P. Fox	0	0%	0	0	0	0	0%	0%
Richard A. Jalkut	0	0%	0	0	0	0	0%	0%
George K. Jaquette	0	0%	0	0	0	0	0%	0%
Christopher J. Stadler	0	0%	0	0	0	0	0%	0%
Lars Haegg	0	0%	0	0	0	0	0%	0%
David H. Wasserman	0	0%	0	0	0	0	0%	0%
Mark J. Byrne(4)	302,344	0.3%	0	0	302,344	302,344	0.2%	0.2%
Stephen D. Newlin	0	0%	0	0	0	0	0%	0%
Christopher D. Pappas	0	0%	0	0	0	0	0%	0%
Carl J. Lukach	48,175	*	0	0	48,175	48,175	*	*
D. Beatty D'Alessandro	19,558	*	0	0	19,558	19,558	*	*
David E. Flitman	47,449	*	0	0	47,449	47,449	*	*
David Jukes(4)	134,402	0.1%	0	0	134,402	134,402	0.1%	0.1%
Christopher Oversby(4)	138,575	0.1%	0	0	138,575	138,575	0.1%	0.1%
All executive officers and directors as a group (20 persons)(9)	2,534,549	2.5%	0	0	2,534,549	2,534,549	1.8%	1.8%
Other selling stockholders								
Apollo Global Management, LLC(5)(8)	503,906	0.5%	141,318	188,417	362,588	315,489	0.3%	0.2%
GSO Capital Partners LP(6)(8)	755,858	0.8%	303,099	373,747	452,759	382,111	0.3%	0.3%
Goldman, Sachs & Co.(7)(8)	2,605,196	2.6%	1,044,685	1,288,186	1,560,511	1,317,010	1.1%	1.0%

3.UNDERWRITING (CONFLICT OF INTEREST)承销及利益相关

有名的承销商能够显示公司地位，比如知名公司的大型的IPO就需要高盛、德银、美林、摩根这样的知名投行来做承销。当然啦，这也只是“侧面体现”公司的实力。并不意味着有了大型承销商的加盟，你所投资的公司就真的有什么过人之处。信息参考的意义终究不大，列入“跳读”板块。

4.Where You Can Find More Information（哪里可以找到更多信息）

会告诉你公司网站、公司的邮箱，甚至公司董事会地址等等。如果你是一个激进的投资者，试图干预公司的运作，或者给公司提提意见，可以通过这块找到你想要的地址、邮箱等。

3.5.其他以及小工具

除了上面所说的那些，专业人士需要阅读Legal Matters（法律相关），U.S. Federal Tax Considerations for Non-U.S. Holders（非美国公

民税收条款）等。

其他我认为入门者不太需要阅读的东西，在本文就不做解释了。S-1文件浩瀚如烟，刚刚开始，读好精华，学习好精髓，比宽泛地阅读所有信息更有帮助。

初学者开始阅读时，可能觉得累，找不到重点。但当你阅读了几十份，甚至几百份招股书时，自然就会知道哪一段是重点，哪些文字是必读啦。久而久之，你从招股书学到的越多，你就会越来越爱读招股书，会发现这是一个挖不完的百科宝典。

锻炼阅读的能力，其他人无法代劳哦。投资和所有别的工作相同，只有不停地辛勤劳作才能换来最终胜利的果实。

TIPS：小工具。

投资者善用快捷键，可以帮助你更有效率地做事。浏览器有个功能快捷键叫Ctrl+F。利用文内搜索功能，配合本文寻找标题，快速跳至你想要读的内容/标的，能帮你更加省力、节省时间地阅读S-1文件哦！

第四章 什么是ADR，中国人必须要知道！

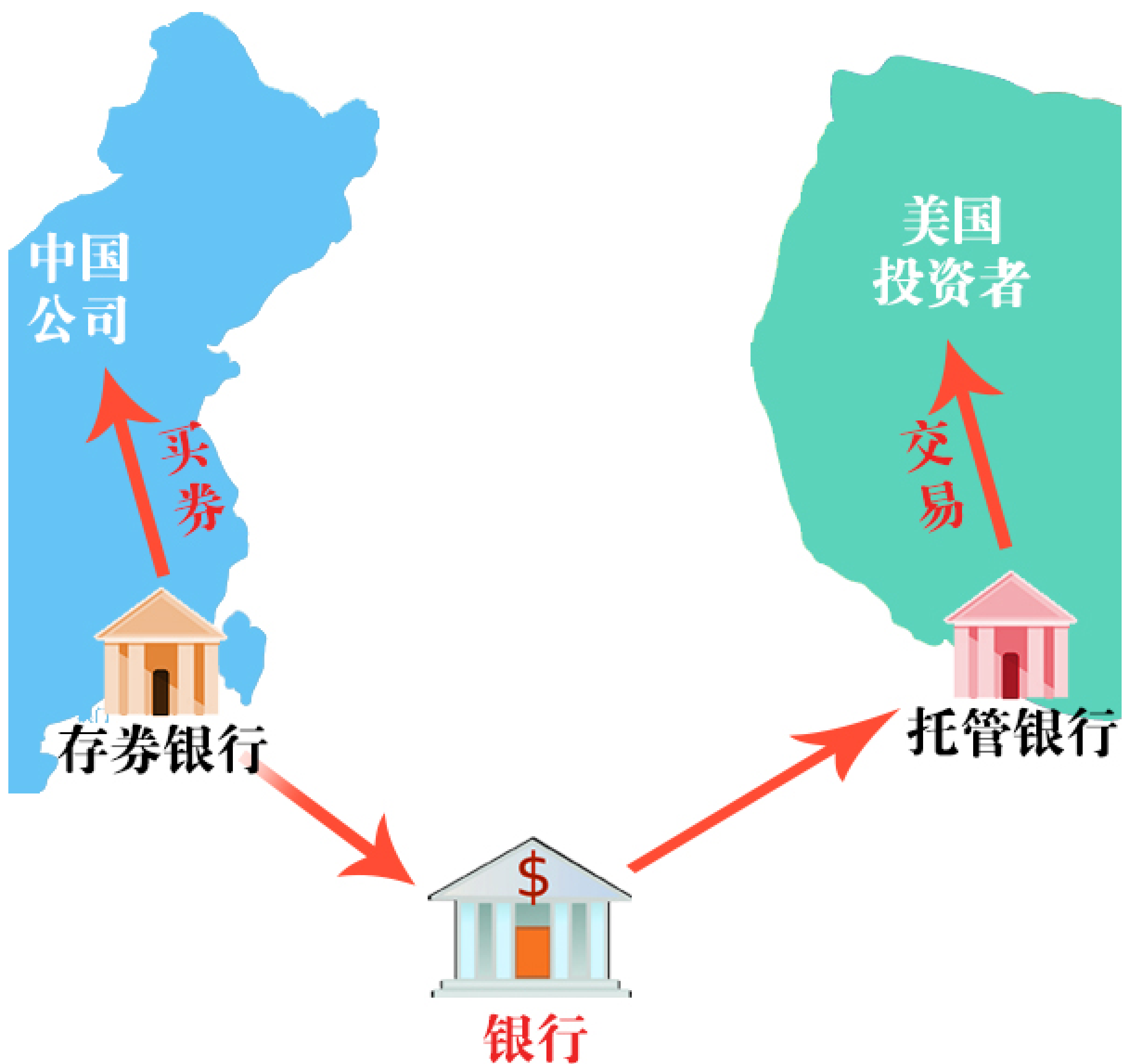
ADR应该是很多美股投资者最熟悉但又有可能最陌生的美股形式。

熟悉，那是因为京东、阿里巴巴、搜房网、聚美优品等耳熟能详的美股公司都以ADR形式在美国上市融资发行。让A股很多希望投资互联网股的投资者眼馋不已。很多美股初入者刚开始，都是以购买ADR作为人生第一只美股的。

陌生，是因为很多人不理解其中的运作结构，经常犯一些常识性的错误，忽略持股的很多额外成本，这些成本包括：持股成本，分红成本等等，造成投资上不算小的损失！

要解释这些东西，我们必须从ADR的源头开始说起。

4.1.ADR是什么，它怎么运作?



如简图所示。

美国存托凭证（ADR）运作简单来说，有三个参与者。（这里只为普及，实际情况下，可不止这三个哦。

①存券银行

由位于上市公司所在国的存券银行保管ADR所代表的证券，并根据美国托管银行的指令领取股息，并向美国的托管银行提供需要的信

息。

②托管银行

美国存托凭证由位于美国的托管银行发行，并作为中介联系所在国的存券银行，发出领取股息等命令。

③存券信托公司

美国的证券中央保管和清算机构，负责ADR的保管和清算工作。

好了，详细解释解释。

持有了ADR，代表你持有了一家非美国公司股票的凭证。这个凭证，投资者可在美股市场上交易。这种凭证代表该非美国公司一定数量的股份，这些股份由一家美国银行保存，这家银行再发行代表这些股票的美国存托“凭证”，但不一定是1:1的比率，例如公司5股的股票可能只代表1股的ADR。该银行保存这些股份，并且收取该公司在原公开上市地所支付的股利，再将这些股利转换为美元，并分发给ADR的持有人。ADR股票和其他美国上市的证券一样受税务规范，但受到的法规监督程度可能有所不同。

A 股股份过户登记机构	名称	中国证券登记结算有限责任公司上海分公司
	办公地址	上海浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 36 楼
H 股股份过户登记机构	名称	香港中央证券登记有限公司
	办公地址	香港湾仔皇后大道东 183 号合和中心 17 楼 1712 室至 1716 室
预托股份机构	名称	摩根大通银行
	办公地址	美国纽约市纽约广场 4 号 13 楼

以中概股广深铁路（代号：GSH）为例，广深铁路的ADR代表50股广深铁路股份有限公司（代码：00525）H股，根据其年报显示：

广深铁路在美国发行的ADR，必须要由摩根大通银行作为预托股份机构，代为持有ADR所代表的普通股。

充电小贴士：

ADR解决了美国与国外证券交易制度、惯例、语言、外汇管理等不尽相同所造成的交易上的困难，是外国公司在美国市场上筹资的重要金融工具。同时也是美国投资者最广泛接受的外国证券形式。美国法律为了保护国内投资者的利益，规定法人机构以及私人企业的退休基金不能投资美国以外的公司股票，但对于外国企业在美国发行的ADR则视同美国的证券，可以投资。

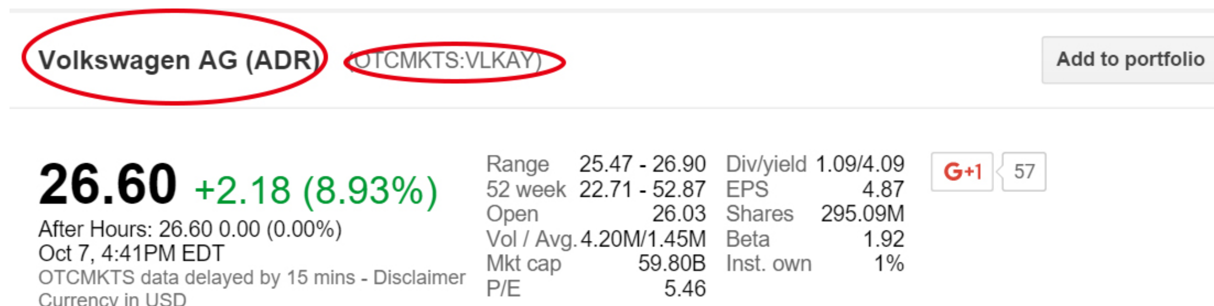
世界上第一张ADR出现于1927年，是摩根银行发行，其目的是规避当时英国法律不许本国企业在海外登记上市的规定，方便美国投资者投资和交易英国零售商Selfridge的股票。到1961年。有150家外国公司在美国发行了ADR，1978年在美国发行的ADR达400个。由于80年代以来美国金融管制的放松。ADR数量大增，到1996年底，共发行了1301个ADR，其中英国占17.4%。阿根廷占11.5%，澳大利亚和日本分别占11.4%和11.3%。在1301个ADR中。仅426个可以在美国三大证券交易系统挂牌交易（纽约证交所、美国证交所、NASDAQ），1996年交易量达10亿股，交易金额达341亿美元。其余未上市的ADR在场外交易市场（OTC）上流通。

4.2.ADR有三级

一级ADR（Level I）：

一级ADR只能在柜台交易市场（OTC）交易，是最简便的在美上市交易方式。美国证监会（SEC）对一级ADR的监管要求也是很少的，不要求发布年报，也不要求遵从美国会计准则（GAAP）。

例如最近麻烦缠身的大众，就是以一级ADR形式在美国OTC市场交易的。



二级ADR（Level II, listed）：

二级ADR要比第一级复杂得多，它要求向美国证监会注册并接受美国证监会的监管。此外，二级ADR必须要定时提供年报（Form 20-F），并使用美国会计准则。二级ADR的好处是可以直接在美国三大证券交易所交易（即纽交所，纳斯达克，美交所）。

如以色列化学集团（交易代码：ICL），智力化学及矿业集团（交易代码：SQM）等公司。

三级ADR（Level III, offering）：

三级ADR是最高一级的ADR，美国证监会对其监管也最为严格，与对美国本土企业的监管要求基本完全一致。三级ADR的最大好处是可以实现向美国投资人及全世界投资人融资功能，而不仅限于在证券交易所交易。为了融资，公司必须提供招股说明书（Form F-1）。此外，这类公司还须满足公开信息披露要求，以Form 8K表格的形式向美国证监会提交。

这个是中国人民最熟悉的。京东、阿里、搜房、聚美、唯品会等公司属于这一类。

4.3.ADS（美股存托股票）

如果整个发行行为叫作"ADR"的话，那么我们作为投资者，买卖的每一股"股票"，就叫作"ADS"(American Depositary Share)。

由于汇率问题，交易方便性，交易成本问题，通常每一股ADR代表不同股数的公司普通股。

广深铁路股份有限公司 2015 年中期报告

第一节　释义

在本中期报告中，除非文义另有所指，下列词语具有如下含义：

公司、广深铁路	指	广深铁路股份有限公司
报告期、本期	指	2015 年 1 月 1 日至 6 月 30 日止 6 个月
上年同期	指	2014 年 1 月 1 日至 6 月 30 日止 6 个月
A 股	指	公司于中国境内发行的、以人民币认购并在上交所上市的每股面值人民币 1.00 元的人民币普通股
H 股	指	公司于香港发行的、以港币认购并在联交所上市的每股面值人民币 1.00 元的境外上市外资股
ADS	指	公司授权证券存托银行(Trustee)在美国发行的、以美元计价并代表拥有 50 股 H 股的美国存托股份

还是以广深铁路（美股代码：GSH）为例：

根据其中报显示，每50股港股的广深铁路等于一股ADS。

京东的每两股普通股，等于一股ADS。

而上石化（美股代码：SHI）则是每100股港股等于一股ADS。

阿里巴巴则比较特殊，一股普通股，就直接等于一股ADR。

这些信息，年报里都能找到哦，要记得仔细查看哦。

4.4.隐藏的持股成本不能忽略！

投资ADR不是免费的，目前比较明显的成本有以下两个：

税收成本：

对于美国本土投资者来说，投资ADR获得收益，需要缴纳高昂的资本利得税。

对于非美国投资者来说，当你收取股息时，需要缴纳高昂的红利税，一些地区是30%，一些地区是20%。

对于中国投资者来说，尽管不需要缴纳资本利得税，但根据中美双方缔结的《避免双重征税协定》，当公司向股东发放红利时，需要一律缴纳10%的红利税。

ADR托管费！！(ADR Pass-through Fees)：

对于很多ADR投资者来说，这是最让人郁闷的费用。

由于运作ADR是由银行、托管信托公司所进行的。天下没有免费的午餐，对于这些银行、信托来说，运作一家ADR是费时费力费工，这些都是需要成本的。

许多ADR（大部分是中国ADR）不分红，所以托管银行无法从公司的红利中提取其托管费用。所谓羊毛出在羊身上，他们只能转而向投资者征收ADR托管费！！

一般来说，每当你持有一股ADS，就需要缴纳1～5美分。年底征收。只要投资者在当年持有过ADR，则必须缴纳这笔费用。

投资者可以在券商年底的交割单中看到这笔费用（如图示例）：

現金及庫存調撥

交易日	結算日	參考編號	交易類別	項目說明	數量	單位價格	變動金額	結餘
2014-11-20				承上結餘				23.28
2014-11-20	2014-11-20		費用	58.COM INC SPONSORED ADR REPSTG CL A ADR FEE R/D 10/31/14			-3.56	19.72
							轉下結餘	19.72

这笔费用，由于价目表不透明，成本不透明，曾引起极大的争议。

但是由于大量ADR公司不分红的劣迹，美国证券交易委员会（SEC）在2009年还是批准了这笔收费。这笔费用的历史并不长远，未来更有变化的可能。

那问题来了，怎么找到那些乱七八糟的费用和成本呢?

以京东为例，京东公司的20-F文件，也就是年报中“American Depositary Shares”部分，专门列明了每项服务投资者所需缴纳费用，这里我做了一部分摘录（并非全部哦）：

Service（服务）	Fees（费用）
?to any person to whom ADSs are issued or to any person to whom a distribution is made in respect of ADS distributions pursuant to stock dividends or other free distributions of stock, bonus distributions, stock splits or other distributions (except where converted to cash)	Up to US$0.05 per ADS issued
?Surrendering ADSs for cancellation and withdrawal of deposited securities	Up to US$0.05 per ADS surrendered
?Distribution of cash dividends	Up to US$0.05 per ADS held
?Distribution of cash entitlements (other than cash dividends) and/or cash proceeds, including proceeds from the sale of rights, securities and other entitlements	Up to US$0.05 per ADS held
?Distribution of ADSs pursuant to exercise of rights	Up to US$0.05 per ADS held

其中包括发行ADS费用，用ADS提取普通股费用，分红的费用，期权行权的费用等等，基本都为0.05美元/ADS。

所以，投资者持有ADS时，不要只看到其收益，而忘记其不算低的持有成本。

聚美、阿里巴巴、唯品会、搜房网等等其他公司同样有类似这些费用，这里不再一一举例啦，大家可以学着自己在年报里找一找。

4.5.其他小问题

A.怎么知道自己持有的是ADR呢?

这时我们就要求助“雪球网”。

上雪球（www.xueqiu.com），在搜索框搜索股票代码，将鼠标停留在股票名称上，雪球就会弹出一个小“标签”，告诉你它是不是ADR。如图所示，以58同城为例（美股代码：WUBA），雪球的数据库会详细地告诉你，这家公司是American Depositary Shares（ADR），并同时告诉你each representing 2 class a ordinary shares，即每个ADR等于2股A级普通股。



B.补充知识：不是所有的非美国本土股票都是ADR形式。

虽然大多外国公司去美国上市，必须要以ADR的形式，但不代表所有的公司都需要采取这种形式。

就举一个例子：比如与美国亲如一家的国家：加拿大，加拿大多伦多股票交易所的一些大市值股票（蓝筹股），可以直接在美国市场进行交易，以加元/美元汇率折算计价。

投资者买入、卖出的申请会被纽交所直接传递到加拿大多伦多股票交易所。其操作原理类似我们中国正在实行的神奇的“沪港通”哦，我们就暂且称其为“美加通”。

以世界著名的加拿大铀矿开采提纯企业Cameco（美股代码CCJ，加拿大代码CCO）公司为例。

Cameco Corporation (USA) (NYSE:CCJ) Add to portfolio

13.89 +0.44 (3.27%)
After Hours: 13.83 -0.06 (-0.42%)
Oct 7, 4:10PM EDT
NYSE real-time data - Disclaimer
Currency in USD

Range	13.53 - 14.09	Div/yield	0.07/2.15
52 week	11.60 - 19.97	EPS	0.01
Open	13.63	Shares	395.79M
Vol / Avg.	2.26M/1.98M	Beta	1.69
Mkt cap	5.34B	Inst. own	70%
P/E	1,282.55		

G+1 18

Cameco Corporation (TSE:CCO) Add to portfolio

18.14 +0.57 (3.24%)
Oct 7 - Close
TSE data delayed by 15 mins - Disclaimer
Currency in CAD

Range	17.65 - 18.30	Div/yield	0.10/2.21
52 week	15.50 - 22.46	EPS	0.01
Open	17.75	Shares	395.79M
Vol / Avg.	0.00/1.15M	Beta	1.20
Mkt cap	6.95B	Inst. own	74%
P/E	1,284.70		

G+1 5

相对于美国公司来说，这只加拿大的蓝筹股是外国股，但它并不是以ADR的形式在美国上市的，尽管在两个市场拥有独立的代码，受到两个国家的双重监管，但实际上，Cameco公司只是在加拿大上市，美国交易所只负责将市场上的买卖双方指令，接收并传回加拿大而已。

所以持有Cameco这只股票，你是不需要缴纳大量的ADR需要缴纳的费用的。

第五章 一步一步深入学，投资美股不上当

5.1.一入美股深似海，这些数据自己算！

看完了公告，对于初学者来说，更重要的，莫过于公司的基础财务数据怎么算啦！

为什么要自己算，而不是去网上直接搜呢?

首先，我们要明白，美国股市对于散户的支援，不如中国做得好，许多财务数据是要收费才能查看的。

其次，我一直强调，知其然，知其所以然。

比如，你只知道存货周转率这个数据，而不知道这个数据代表了什么，可以判断公司的那些情况，那等于什么也不知道。

了解每一项财务指标的算法、来源、原理，能够更加深入地理解这些指标的内涵，看财报的时候才能更容易理解哦，也更容易判断公司的价值。

这一章，我要讲讲五大最常用财务数据/财务比率的算法:

好的，我们开始做小学数学题啦:

5.1.1.总市值（market capitalization）

总市值的算法虽然很简单，但因为很多国内外网站由于程序问题，自动计算问题而造成许多错误结果，导致许多美股投资者受到误

导，所以必须放在第一个讲。

因为总市值，是查看公司市场价值的第一个数据。

公式：总市值=股票价格×全面稀释已发行普通股票数量。

记住，是全面稀释已发行普通股！！那么，这个长长的名词，全面稀释普通股是什么呢?

它=已发行普通股+股票期权认股权证+可转换证券

我在这儿特意做了一个小示意图，公司总市值的算法是：

总市值 = 股价 x 全面稀释已发行普通股

已发行普通股 + 股票期权认股权证 + 可转换证券

计算“全面稀释已发行普通股”，即假设市面上这些权证、证券全部转换成股票以后的总股本。为什么这么做?

用最通俗的话讲：这才是公司的真实市值，因为权证，可转债潜在地减少了公司的每股收益，摊薄了公司股东的利益，实际虚增了公司的市值。

全面稀释已发行普通股在年报中都已计算妥当，可以直接找到：

我在这儿帮大家摘录了年报的部分内容，举个例子：

Weighted average number of permanent equity securities	2012	2013	2014
Basic（基本）	1,523,639,783	1,694,495,048	2,419,668,247
Diluted（稀释）	1,523,639,783	1,694,495,048	2,419,668,247

京东2014年年报显示其已稀释普通股数量为2419668247股。

呀！2419668247乘以京东股价30元左右。

这样京东的市值岂不是有700多亿美元了？不符合常识哦！

这就是中概股最常见的陷阱，所以你们应该明白我以中概股举例的良苦用心了吧?

中概股的股价，为ADS（美股存托凭证）价格，（美股存托凭证是什么，接下来几章会详细给你解释），而根据年报的脚注表述：

Each ADS represents two Class A ordinary shares.

翻译过来啥意思呢?

每一股京东ADS等于2股京东普通A级股。所以京东的实际市值为：2419668247×28.78/2=348.19（亿美元）

5.1.2.存货周转天数（days of inventory）

这个指标年报里一般不显示，但对于一些制造业、零售业企业极端重要，它显示了是否存货积压、销路是否正常等。周转天数越少，

说明存货变现的速度越快。资金占用在存货的时间越短，存货管理工作的效率越高。

对于一些快消品公司，比如卖衣服，卖鞋子，卖化妆品，卖茶叶，卖饮料，卖面包的公司，存货周转天数对于判断公司效率有着极重要的意义。

公式：存货周转天数=平均存货成本/当年销货成本（cost of goods sold）×365

存货周转天数：

$$\frac{（当年存货+去年存货）/2}{当年的销货成本} * 365$$

销货成本：cost of goods sold

注：某些年报将cost of goods sold也写成cost of revenues。

还是以京东为例子比较方便：

首先在资产负债表中找到存货的数据：

	2013	2014	
单位：千美元/千人民币	RMB	RMB	US$
ASSETS			
Current assets			

Cash and cash equivalents	10,812,339	16,914,651	2,726,147
Restricted cash	1,887,387	3,038,286	489,683
Short-term investments	1,903,224	12,161,643	1,960,101
Accounts receivable, net	502,089	2,436,256	392,653
Advance to suppliers	769,765	930,026	149,893
Inventories, net（存货）	6,386,155	12,190,843	1,964,807

接着在损益表中，找到销货成本的数据：

单位：千美元/千人民币	2012	2013	2014
	RMB	RMB	RMB
Net revenues			
Online direct sales	40,334,551	67,017,977	108,549,258
Services and others	1,045,970	2,321,835	6,453,059
Total net revenues	41,380,521	69,339,812	115,002,317
Operating expenses			
Cost of revenues（销货成本）	(37,898,387)	(62,495,538)	(101,631,443)

根据年报数据，2014年京东存货12190843000人民币，2013年存货6386155000人民币，2014年销货成本101631443000人民币，则按照公式：

存货周转天数为：33.36天（四舍五入）

有了天数，那存货周转率（inventory turnover）想必也不难了吧？

即一年365天除以存货周转天数：存货周转率=365天/33.36=10.94次

存货周转率越高，公司将货物变成现金的能力越强，短期的偿债能力也越好。

5.1.3.应收账款周转天数（days sales outstanding）（缩写：DSO）

应收账款周转天数是指企业从取得应收账款的权利到收回款项、转换为现金所需要的时间。是应收账款周转率的一个辅助性指标，周转天数越短，说明流动资金使用效率越好。

应收账款周转天数：

$$\frac{（当年应收+去年应收）/2}{当期收入} * 365$$

account receivable

以前一个公式类推，应收账款天数应该怎么算内？

公式：应收账款平均额/当年销售额×365

由于京东上市不久，缺少数据，接下来我们只能以上市十年的老公司，同样的知名网上美国亚马逊公司（每股代码：AMZN）为例：

单位：百万美元	December 31,		
ASSETS		2014年	2013年

Current assets：（流动资产）				
Cash and cash equivalents（现金及等价物）	$	14,557	$	8,658
Marketable securities（可交易证券）		2,859	3,789	
Inventories（存货）		8,299	7,411	
Accounts receivable, net and other（应收账款）		5,612	4,767	

上面是我摘录的亚马逊公司年报中，资产负债表中数据。

当年亚马逊的收入为889.88亿

将应收账款数据代入公式，可以算出亚马逊DSO=（5612+4767）÷2÷88988=21.29天

同样的，亚马逊的应收账款周转率（Receivables Turnover）为：

365天/21.29=17.144次

5.1.4.有了前面三项为基础，那么下面两项大同小异的财务指标，就当老师课堂留作业啦，哈哈，不详细讲了哦，大家自己找心爱的公司，按照公式算一算：

5.1.4.a.固定资产周转率（fixed assets turnover）

固定资产周转率表示在一个会计年度内，固定资产周转的次数，或表示每1元固定资产支持的销售收入。

固定资产周转率主要用于分析对厂房、设备等固定资产的利用效率，比率越高，说明利用率越高，管理水平越好。

公式：固定资产周转率=销售收入/[（期初固定资产+期末固定资产）/2]

5.1.4.b.总资产周转率（asset turnover）

总资产周转率是综合评价企业全部资产的经营质量和利用效率的重要指标。周转率越大，说明总资产周转越快，反映出销售能力越强。企业可以通过薄利多销的办法，加速资产的周转，带来利润绝对额的增加。

公式：总资产周转率=销售收入/[（期初总资产+期末总资产）/2]

5.1.5.自由现金流（free cash flow）和营运资金（working capital）

自由现金流（FCF）和营运资金（working capital）这些年越来越被广泛使用作为判断企业偿债能力和可持续经营的指标。所以有必要介绍一下。

5.1.5.a.自由现金流：

自由现金流最早是由美国西北大学拉巴波特、哈佛大学詹森等学者于20世纪80年代提出的，经历20多年的发展已经被几乎所有的上市公司，机构所采用。美国安然、世通等为代表的劣迹公司，曾经在财务报告中利润指标完美无瑕，但这些所谓的绩优公司纷纷破产后，导致自由现金流指标的地位越来越高，已成为企业价值评估领域使用最广泛、理论最健全的指标。

自由现金流表示的是公司可以“自由”支配的现金。如果自由现金流丰富，则公司可以偿还债务、开发新产品、回购股票、增加股息支付。

公式：经营性活动产生现金流（Net cash provided by operation）－资本性支出（capital expenditure）

还是以亚马逊为例，我在这里为你们摘录了亚马逊公司年报中现金流量表里的数据：

单位：百万美元	2014	2013	2012
Changes in operating assets and liabilities:			
Inventories	(1,193)	(1,410)	(999)
Accounts receivable, net and other	(1,039)	(846)	(861)
Accounts payable	1,759	1,888	2,070
Accrued expenses and other	706	736	1,038
Additions to unearned revenue	4,433	2,691	1,796
Amortization of previously unearned revenue	(3,692)	(2,292)	(1,521)
Net cash provided by (used in) operating activities（经营性活动现金流净额）	6,842	5,475	4,180
INVESTING ACTIVITIES:			
Purchases of property and equipment, including internal-use software and website development	(4,893)	(3,444)	(3,785)
Acquisitions, net of cash acquired, and other	(979)	(312)	(745)
Sales and maturities of marketable securities and other investments	3,349	2,306	4,237
Purchases of marketable securities and other investments	(2,542)	(2,826)	(3,302)
Net cash provided by (used in) investing activities（投资活动现金流净额）	(5,065)	(4,276)	(3,595)

将经营性活动现金流净额，和投资活动现金流净额这两个数据代入公式，亚马逊2014年的自由现金流（缩写：FCF）=6842－4893=1949（百万美元）

很多基金经理以总市值÷FCF＜15这个指标作为一家公司现金流优秀的标志。为什么呢?

通常某些成长性公司会进行大量的收购、投资来确保公司的扩张和收入和利润的增长。

但是凡事都应该有度，公司应该按照自己本身的能力进行适度的扩张，而不是无度的乱来。如果某公司的投资的额度始终大于经营活动所能带给公司的现金，那么，公司就不得不一次又一次地举债，甚至增发进行再融资，来确保公司投资活动的继续进行。这对公司原本的股票持有人是不利的，也代表了公司根本没有闲钱进行分红。自由现金流连续几年为负的公司风险非常大，很容易在遇到经济不景气时因无力偿债导致资金流断链。

5.1.5.b.营运资金（working capital）

营运资金可以用来衡量公司或企业的短期偿债能力，其金额越大，代表该公司或企业对于支付义务的准备越充足，短期偿债能力越好。

而当营运资金出现负数，也就是一家企业的流动资产小于流动负债时，这家企业的营运可能随时因周转不灵而造成债务违约，此时投资者就需要小心其突然出现黑天鹅，股价大跌，甚至公司破产重整的风险。

一家企业的营运资金到底多少才算足够，是没有定论的，要看管理层对于公司业务的理解，以及这家公司处于什么样的行业，债务负担是不是沉重。但有一点，营运资金为负的公司通常十分危险，不建议投资。

公式：营运资金=流动资产（current assets）－流动负债（current liabilities）

我们从亚马逊公司的年报的资产负债表中，专门摘取了流动资产和流动负债部分：

单位：百万美元	2014	2013

ASSETS				
Current assets：（流动资产）				
Cash and cash equivalents（现金及等价物）	$	14,557	$	8,658
Marketable securities（可交易证券）	2,859		3,789	
Inventories（存货）	8,299		7,411	
Accounts receivable, net and other（应收账款）	5,612		4,767	
Total current assets（全部流动资产）	31,327		24,625	
LIABILITIES				
Current liabilities：（流动负债）				
Accounts payable（应付账款）	$	16,459	$	15,133
Accrued expenses and other（应计费用）	9,807		6,688	
Unearned revenue（递延收入）	1,823		1,159	
Total current liabilities（全部流动负债）	28,089		22,980	

这里我们需要给接触股市不久的同学解释一下，所谓的流动资产，是指企业可以在一年或者超过一年的一个营业周期内变现或者运用的资产，是企业资产中必不可少的组成部分。流动资产的特点是：周转速度快，变观能力强。

流动负债是指在1年(包括1年)或超过1年的一个营业周期内偿还的债务。包括短期借款、应付票据、应付账款、预收账款、应付工资、应付福利费、应交税金、应付股利、预提费用和其他应付款等。

将流动资产和流动负债的数据代入刚才的公式，我们可以得出亚马逊公司2014年的营运资金为：1645（百万美元）。

5.2.读美股财报，哪三点不要被忽悠

最近几年美股的初学者最常听见的新闻，莫过于某某中概股又被做空机构指责，做空了。又被集体诉讼了，某某中概股因为这次做空时间遭遇了大跌，股价腰斩，甚至跌去80%了。

那么，做空机构凭什么做空？中概股的软肋又在哪里？他们究竟犯了什么“错”？这章我们就来探讨一下这个问题。

这里只讨论最基础的哦，事实上读财报的技术，远超过我这篇小段落能够讲清楚的。

而这个问题的根源，在于公司的“会计政策”。

它存在于年报接近末尾处，Principal Accounting Policies（主要会计政策）段落。外资做空机构经常在这里做文章，找漏洞，以狙击中国在美上市公司的不规范之处。

我们一项一项来看：

5.2.1.收入确认问题

通俗地来讲，收入的确认，解决的是两个问题：一是什么时候确认收入；二是按照什么数据确认收入。举一个最浅显的例子，X公司同意向Y公司提供一批仪器，价值5000万美元。X公司可以选择在与Y公司签订合同的时候，马上将收入“确认”到财务报表上，或者X公司可以在确认银行账户上收到了5000万现金到了公司账上，才确认其为公司收入，将它“确认”到财务报表上。

假如X公司只是一家代理公司，当Y公司需要这价值5000万的仪器时，X公司需要向上游进货，然后再给卖给Y。X在这当中，收取代理费和买卖差价。我们假设代理费是100万美元。此时X公司可以选择以5000万美元的交易额作为收入，计入损益表，或者X公司选择更保守的方法，仅仅将代理费和所赚取的差价计入收入，计入损益表。

以上行为，就是“收入确认”。

不仅中概股，还有很多国际级的大公司在收入确认政策上栽过跟头。或存心欺诈，或无心之失。根据美国COSO（全国虚假财务报告委员会下属的发起人委员会）的数据，在所有的财务欺诈案例中，近50%为收入确认欺诈。

中概股，在这个政策上常见的“过失”就是将NET GMV（净成交总额）确认为收入，从而虚增估值。因为互联网公司早期几乎无法盈利，投资者喜欢用P/S（市销率）作为估值标准。这个时候如果公司采取NET GMV作为收入确认依据，则有可能产生误导行为。

举例：唯品会（美股代码：VIPS）年报中这样陈述：

Revenue was recorded on a gross basis, net of surcharges and value added tax of 17% of gross sales. Surcharges are sales related taxes representing the city maintenance and construction tax and education surtax. We have evaluated whether it is appropriate to record the gross amount of product sales and related costs or net amount earned as revenue. We recorded revenue on a gross basis because we have the following indicators for gross reporting: we are the primary obligor of the sales arrangements; we are subject to inventory risks of physical loss; we have latitude in establishing prices and discretion in selecting suppliers; and we assume credit risks on receivables from customers. We retain some general inventory risks despite our arrangements to return goods to some vendors within limited time periods. We generally have the right to return unsold items within a period after the end of a sales event.

途牛（美股代码：TOUR）年报中陈述：

We generate revenues primarily from sales of packaged tours, which consist of organized tours and self-guided tours. Substantially all of our revenues from organized tours are recognized on a gross basis, which represents amounts received from customers, as we act as the principal in these transactions. Revenues from self-guided tours are recognized on a net basis, representing the difference between the amount received from customers and the amount due to our travel suppliers, as we act as an agent for travel suppliers. See also "——Critical Accounting Policies and Estimates."

我们将这两家公司在收入确认中最关键的内容摘录出来：

唯品会年报中最关键一句：Revenue was recorded on a gross basis, net of surcharges and value added tax (vat) of 17% of gross sales.

翻译过来：收入是按照交易总量扣除附加费用扣除17%增值税计算的。

但是：唯品会实际采用寄售模式，售出货物以后，实际收入是"寄售"所带来的提成，而不是售出货物的"总金额"，即交易量。于是这一点就成了做空机构攻击的矛头。投资者感觉受到了欺骗，认为唯品会虚标，夸大了收入，100亿美元的市值为极端高估，做空机构盯住了可以攻击的把柄猛烈袭击，导致唯品会股价大跌。

（声明：此处，本人仅转述做空机构的观点，不带有个人判断。）

至于这种方法究竟有没有问题，我们不评价，因为这个行为本身是合法的，符合通用会计准则的审计要求（US-GAAP）。

途牛年报中最关键一句：Substantially all of our revenues from organized tours are recognized on a gross basis, which represents amounts received from customers, as we act as the principal in these transactions.

翻译过来：大体上所有的跟团游产品都是按照“销售总值”确认为收入的，也就是从客户那里实际收到的款项，途牛在这些交易中充当经纪人角色。

但是：途牛在跟团游这个服务中的商业模式，为经纪模式。也就是说，途牛从客户那里收到款项之后，把款项直接转给旅行社，它只从其中收取佣金。实际上途牛在“跟团游”服务中的真实收入仅为佣金而已。而途牛以NET GMV（净交易额）作为收入确认，使我们比较难估算它实际在“跟团游”服务中的佣金收入究竟为多少。

声明：此处，本人仅转述机构观点，不带有个人判断。

由于GAAP规则下，允许将NET GMV（净交易额）确认为收入。所以这并不是“违规”，但仍然需要注意，因为对于亏损企业，市值/收入比，是判断估值的一个重要指标。收入过大，或过小时，都要注意其收入确认的方法，以免因为“收入确认”方法的不懂而误导了自己对企业估值的准确性。

5.2.2.拨款和补助

特别提到这一点，倒不是因为补助能生出什么欺诈的因素。而是在美国，大多数投资者认为，一直需要被输血的孩子，不是很健康。所以对于政府的拨款和补助，存在一定的戒心。

很多投资者在查阅年报时，都会习惯性地直接搜索“subsidies”，以快速确定公司是否接受过补助，补助是否占据了公司盈利的大部分。

譬如诺亚财富（美股代码：NOAH），年报中陈述：

Government subsidies increased significantly from US$5.0 million in the year ended December 31, 2013 to US$10.9 million in the year ended December 31, 2014, due to the subsidies received from certain local governments in the PRC in relation to the increased amount of investments we made and the taxable income such investments generated in certain local districts.

2014年年报中，诺亚披露其政府补贴款项大幅增长至1900万美元。而2014年诺亚全年净利润，为7200万美元。

年报中同时陈述：

During the five years ended December 31, 2014, our PRC subsidiaries and variable interest entity and its subsidiaries were granted governmental financial subsidies. Government agencies may decide to reduce or eliminate subsidies at any time. We cannot assure you of the continued availability of the government incentives and subsidies currently enjoyed by some of our affiliated entities in China, including our variable interest entity, our PRC subsidiaries and their subsidiaries. The discontinuation of these governmental incentives and subsidies could adversely affect our financial condition and results of operations.

该公司在备注中也承认，这类补贴有着discontinuation（非连续性），受政府政策变动经常影响，所以投资人需要格外注意，避免由于政府政策变动，导致企业盈利情况突然下降。

减去政府补贴，计算公司真实的盈利情况，来判断公司的估值，是个更加保守的、合理的估值方法。

5.2.3.无形资产：资本化or费用化。

什么是无形资产呢？就是类似专利权、商标权等看不见摸不着，但是确实有价值的“资产”。

工业时代，互联网时代，很多公司需要购买或者自行创造一些内部的绩效管理软件、销售软件、网站等。创造它们，我们需要投入大量的“研发费用”或者“开发费用”吧？

对于这些成本，我们可以把它当作“无形资产”处理，计入资产表。也可以把它当成一次性的费用，直接计入损益表。

会计怎么处理这些费用，很大程度上能表现出一家公司的会计政策是趋于保守，还是趋于激进。

通过计算对这些无形资产的摊销年限，也能大致估算这家公司什么时候折旧成本会大幅升高或者降低。

美国一般通用会计准则（US-GAAP）对这类资产的确认，一般采取两个原则：

A.匹配原则：确认其为无形资产，计入“资产负债表”，根据使用年限进行摊销。

B.审慎原则：不认为开发一款软件未来能创造所谓的“经济效应”，将其计入“损益表”，也就是当期的研发成本，费用化，一次性冲销。

还是以途牛为例，年报中陈述：

The Company has capitalized certain costs related to internally developed software used for supplier management and customer purchase interface in accordance with ASC 350-40。

翻译过来的意思就是：公司对某些内部使用的管理软件所产生的开发费用，进行了资本化，即将开发出来的软件算作无形资产，计入资产负债表项。

Category（类别）	
Computers and equipment（电脑及器材）	3 years
Furniture and fixtures（设备及家具）	3-5 years
Software（软件）	5 years
Leasehold improvements（租赁权益）	Over the shorter of thel easeter mor the estimated useful life of the asset 1 – 9 years

上面是我们摘录的，途牛公司招股书中，关于资产摊销的规则。

途牛也在招股书内说明，这款软件的摊销年限为5年，摊销方法为直线法。（直线摊销，即将成本平均分摊到5年里摊销。假设成本为10万美元，则每年摊销2万美元）。途牛公司的这个摊销方法，并没有问题，完全符合会计准则。

但本人只是借着这个知识点，提醒投资者：对于初学美股投资的人来说，你们需要注意，很多资深的投资者在对开发软件的资本化还是费用化上，有许多争论。

尤其在美国，许多保守投资者认为，公司开发了软件，但没有确切的证明，这个软件能够给公司带来收入，或者节省相应的成本。所以应该将其一次性费用化，没有必要计入资产负债表。

对于公司这一方来讲，如果将研发成本一次性计入成本，因为这笔费用的巨大，可能造成企业当年有非常难看的“亏损”。所以历史上曾经出现过，有某些不良企业将巨额研发成本计入资产并逐年摊销，

做亮财报，欺诈投资者。更多保守的公司坚持始终将类似研发费用算作一次性费用，当年直接扣除。

5.3.美股退市了以后怎么办？

尽管投资者仔细挑选，尽力避免，但仍不能完全规避自己持有的股票退市的情况。例如2009年的金融危机“黑天鹅”时间，让房利美、房地美这样的“蓝筹股”退市。股票退市以后，投资者应该怎么办呢？

要说清楚这个问题，我们应该了解，我们所持有的公司股票为什么会退市。

首先，退市并不意味着公司一定进入了破产程序，在美国股票历史上，有大量的公司，仅仅因为无法达到纳斯达克交易所或纽交所的监管要求，而退市的。

以纳斯达克交易所为例：当一家公司连续三十天，竞买价或总市值没有达到最低要求，纳斯达克会向上市公司发函，要求其在90天或者180天内改善公司的情况。如果公司是竞买价格不达标，则纳斯达克给予180天的宽限期勒令其整改，如果是总市值不达标，则纳斯达克给予其90天的整改期。在纳斯达克，一只股票30天内最低竞买价不得低于1美元，总市值30天平均不得低于500万美元。

如果在整改期后，仍然不达标，企业则不得不面临退市。

但是，请不要害怕哦。从法律上来讲，你仍然是这家企业的股票持有人，你仍享有这家公司的应有权益，可以等待其再上市。

一般来说，企业退市之后，会选择在两个市场继续让自己公司的股票交易，它们分别是：OTCBB市场和粉单市场。我们逐一来介绍：

OTCBB，即Over the Counter Bulletin Board（美国场外柜台交易系统）。它是由美国著名的私有监管机构FINRA（美国金融业监管局）成立的私人公司。相对于在三大市场上市，在OTCBB市场交易要求更少，监管更松。但是仍需要按照SEC（美国证监会）要求，提交季报、年报等。

粉单市场，即Pink Sheet，相对于OTCBB来说，要求更少，风险更大。在Pink Sheet交易的公司不需要向SEC注册，不需要提交季报、年报等任何类似报表。但是，FINRA仍然要求在OTCBB和Pink Sheet交易的公司，至少有一家券商作为其做市商，以提供必要的流动性。

如果没有任何一家券商愿意担任一家公司的做市商，则该公司连在粉单市场交易的资格都没有了。

特别提示：需要注意的是，无论OTCBB还是粉单市场，它们既不是纳斯达克交易所的一部分，也不是纽交所的一部分。国内许多企业号称自己的公司在“纳斯达克准备板”上市，其实是在OCTBB上市，一次蒙骗投资者买其原始股。面对这样的宣传不要轻信。OCTBB虽然上市要求简单，但仍会遭到集体诉讼，甚至SEC的调查。许多中国公司因此而不得不终止交易，彻底失去上市资格。

第六章 美股的特色产品要认得

6.1.什么是吓人的VIX指数?

在美股指数中，除了大家所熟知的标普500指数、纳斯达克指数、道琼斯指数、罗素2000指数外，还有一个如“奇葩”指数：VIX指数。之所以称它为奇葩，是因为很多非美国投资者不理解它的运作原理，认为它波动性大，风险极高，适合投机套利。这一章我们就来解释下，VIX指数究竟是什么?

$$\sigma^2 = \frac{2}{T}\sum_i \frac{\Delta K_i}{K_i^2} e^{RT} Q(K_i) - \frac{1}{T}\left[\frac{F}{K_0} - 1\right]^2$$

上面这个公式就是“奇葩”指数的原形，VIX指数的计算模型。看到这个公式，很多人是不是就已经晕了！

好的，那我们就先跳开这个看不懂的“怪物”，从头用人类能够听得懂的语言，解释VIX究竟是什么。

6.1.1.三句话说清楚历史

1.梅纳赫姆·布伦纳教授和丹·盖莱教授在1986年写了篇论文，为了预测市场波动性，提出VIX指数原形——西格玛指数。

2.1993年芝加哥期货交易（CBOE）所开始计算并公布此指数。

3.2003年CBOE调整指数算法，并于2004年正式开始交易VIX指数期货。

详解：1987年的股灾之后，为了达到降低市场波动性、稳定股市的目的，纽约证券交易所（NYSE）于1990年引进了熔断机制。但在这一机制引进不久，就引起人们广泛的争论，大部分人对究竟如何衡量市场的波动性，即当市场振幅达到什么程度时启用熔断机制意见不一。因而，在当时迫切需要一种可以动态反映市场未来波动性的指标，这就促使人们寻找各种方法来解决这一问题。1993年，Whaley教授在《Derivatives on Market Volatility：Hedging Tools Long Overdue》一文中提出通过编制市场波动率指数来衡量波动性的方法。也许是受到这一方法的启示，同年CBOE推出了以S&P100为基础编制的波动率指数，即VIX指数。最初，VIX指数是以S&P 100指数为基础，通过计算近月和次近月共8个看涨期权和看跌期权的隐含波动率来预估S&P 100指数30天的波动率。CBOE利用现有的历史数据计算了从1986年开始的VIX指数，这使得人们可以通过将某一时段的VIX指数与历史值进行比较，估计此时的波动率水平，进而判断股票市场运行的方向。在经过了十多年的发展和完善之后，VIX指数已经成为衡量美国股票市场波动性的基准指标。

大白话答疑：期权有看涨，看跌之分。投资者认为股市即将上涨，即买入看涨期权，投资者认为股市即将下跌，即买入看跌期权。投资者的买卖行为会影响期权的价格、波动、持仓量等。通过一个复杂的公式对这些数据进行计算，理论上可以推导出大多数投资人对后市的看法。

6.1.2.VIX是用来做什么的?

标准解释：VIX指数是对未来30天标准普尔500指数方差的风险中性期望，以年化标准差表示。通过衍生品价格的大小，间接预测市场的恐慌程度。因为市场恐慌程度高时，投资人为了避险，对衍生品的抛压/买入需求更大，市场恐慌程度低时，对衍生品的买入/抛出需求小。

大白话：通过模型计算S&P 500指数看涨，看跌期权的价格，来反映投资者对未来30天S&P 500指数波动性的年化预期。

更直白一点：假如今天VIX指数为30，就意味着，投资者普遍预期未来30天，S&P 500指数的年化波动率为30%。（记住是年化，年化！最简单的话解释年化：一个月你从股市中赚取了5%的利润，那么假设你每个月都有相同的收益率，你的当月收益的年化收益率为5%*12个月=60%）

所以：VIX指数其实是一个百分比。即VIX指数=40，表示未来30天投资者预期标普500指数的年化波动率40%。

6.1.3.这个指数有什么作用?

①了解市场情绪。

当VIX指数始终维持在10～15的历史低点，意味着投资者普遍对市场持有信心，换一句话来说，也有可能是投资者对市场失去了戒心。此时一些对冲基金经理人可能根据这个指标，削减手上的多头头寸，避险。

当VIX指数超过30，甚至超过50，意味着市场进入极度恐慌的局面，也有可能意味着市场已被错杀低估。此时一些投资者会考虑买入。

②提供避险衍生品。

分别有：CBOE提供的VIX指数期货，VIX指数的看涨看跌期权。IPATH公司发行的恐慌指数ETF-iPath S&P(交易代码：VXX)ETF，中期期货波动率指数ETF-iPath S&P(交易代码：VXZ)，Proshare发布的短期期货波动率指数ETF(交易代码VIXY)及其他各类衍生品。

当对冲基金经理人认为未来市场可能大幅波动，或者大幅趋于平缓时，会采取做多或者做空VIX指数期货，来避免市场的系统性风险。

6.1.4.这个指数不靠谱的地方在哪儿?

VIX说是用模型预测未来市场波动率，实际只不过通过看涨看跌期权价格，反映市场目前的实际恐慌程度。所以又被称为“恐慌指标”或者“恐慌指数”

然而，情绪是最难捉摸的东西。



以2015年最著名的8月24日行情为例。当天随着标普500指数下跌，VIX ETF跳涨35%，盘中却又回落到仅仅7%的涨幅，尾盘再度拉升，回到17%的涨幅。波动性之高令所谓的“高杠杆投资者”为之汗颜。同时也让很多追涨的投机者输得精光。

6.1.5.只有VIX指数可以了解市场的恐慌程度么?



上图VIX指数ETF与黄金走势的叠加图（2014年到2015年）。



上图为VIX指数ETF与白银走势的叠加图（2014年到2015年）。

从图上可以得知，黄金与VIX波动性几乎重合度高达85%，白银次之。

因为黄金白银作为古老的“避险品种”，同样对市场的系统性风险极度敏感，所以可以部分代替VIX指数，作为探测市场波动性的指标，更可以作为对冲基金眼中的避险工具。

黄金与白银可以通过ETF和实物投资。相较于只能通过衍生品来投资的VIX指数，投资黄金，白银的风险当然小得多。

当然，风险与收益关系不必我再多说：相较于VIX指数，白银波动性低，黄金波动性更低，不适合获得“巨额收益”。只适合作为大风大浪里的压舱石。

仔细观察的投资者应该发现，索罗斯每季度的13F持仓表格，几乎都会持有一定量的黄金ETF，这并非为了投资，而就是为了替代VIX指数，对市场的极端情况避险，充当现金使用。

因为从历史上来看，当市场出现极端恐慌情绪时，黄金白银作为最古老的避险产品价格理论上会出现大幅上涨，从而使投资人获得收益。

注意：此处说的压舱石，并非“完全避险”之意，而是对VIX这种高风险产品的“比较”。投资黄金，白银对于没有经验的股票投资者同样有巨大风险，投资需谨慎，切莫拍脑袋。

6.2.图解：什么是杠杆收购?

问：什么是杠杆收购?

非上市公司通常由一个小的外部投资者集团来提供资金。他们主要通过大量的债务融资，收购公众持股公司所有的股票或资产。

问：了解杠杆收购（LBO=leveraged buy out）有什么好处?

答：了解LBO能让你更加清楚美国资本市场最常见运作模式。深入了解凯雷、KKR、黑石集团等PE公司的生意经，它们如何能够通过杠杆收购获利，让企业保持合理的估值，走出被低估的阴霾。

6.2.1.对杠杆收购的误解

听到很多人把LBO简单地理解为，类似KKR等由于本身资金不够，通过向银行贷款或者发行债券的方式，“加杠杆”收购心仪企业，然后从中套利的行为。

这个误解犯了两个常识性错误：

1.杠杆这样简单，和普通股票炒股又有什么区别？为什么需要专业的团队去操作?

2.KKR、凯雷这样的私募股权机构如果自行融资，去收购市场上的企业，自行承担巨额债务风险，杠杆收购又凭什么吸引人？让它在最近20年来风生水起呢?

6.2.2.杠杆收购究竟是怎么回事?

所谓杠杆收购，通俗来说，杠杆的承担者不是KKR这样的股权投资机构，而是未来被收购下来的企业。

简而言之：一般情况下，要完成一次LBO，经过股东大会特别委员会同意方案之后，股权投资机构（例如KKR、凯雷这样的私募）会出资30%左右，管理层会出资5%左右，而被收购者，通过贷款、发行

债券等方式承担65%左右。未来这些债务将通过收购下来的企业所产生的现金流支付。

股权投资机构通过小量资金，获得极高的回报，将大部分的债务风险转移到被收购企业上，被很多人道德绑架为“空手套白狼的吸血鬼游戏”。

而我认为，这是促进全社会效率发展的良药，能够促进好的公司再生，坏的公司淘汰。

为什么？我们具体看看它是怎么操作的：

6.2.3.杠杆收购怎么操作?

看了前面这段，相信很多人还是云里雾里，不知所云的。

讲理论，远远不如讲故事来得实在。我们就以当年轰动整个美国金融圈的收购案例《门口的野蛮人》中如雷贯耳的故事，KKR收购RJR&Nabisco为例，来详解杠杆收购的细节。

当年RJR&Nabisco因为经营不善，利润下滑，食品部分和烟草部分左右不能兼顾。但私募股权机构看到了这家公司的隐藏价值，即这家公司的品牌没有因为经营不善而遭到损毁，这家公司的渠道压货能力依然健康，所以希望收购这家公司，并对这家公司按照自己的意图进行改造。

如果将杠杆收购比喻成一场游戏，那么这场巨大的金融游戏，都有哪些参与人呢?

游戏参与人：

1.股权投资公司KKR

2.投资银行摩根士丹利

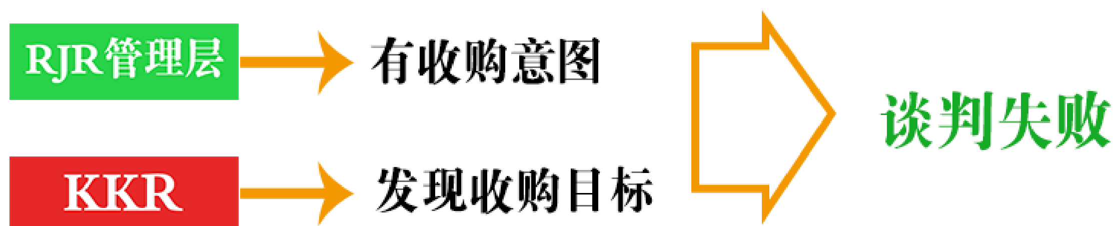
3.银行/贷款人美林，德崇

4.债券投资人迈克尔·米尔肯

5.目标管理层RJR管理层

游戏过程图解：

第一步：

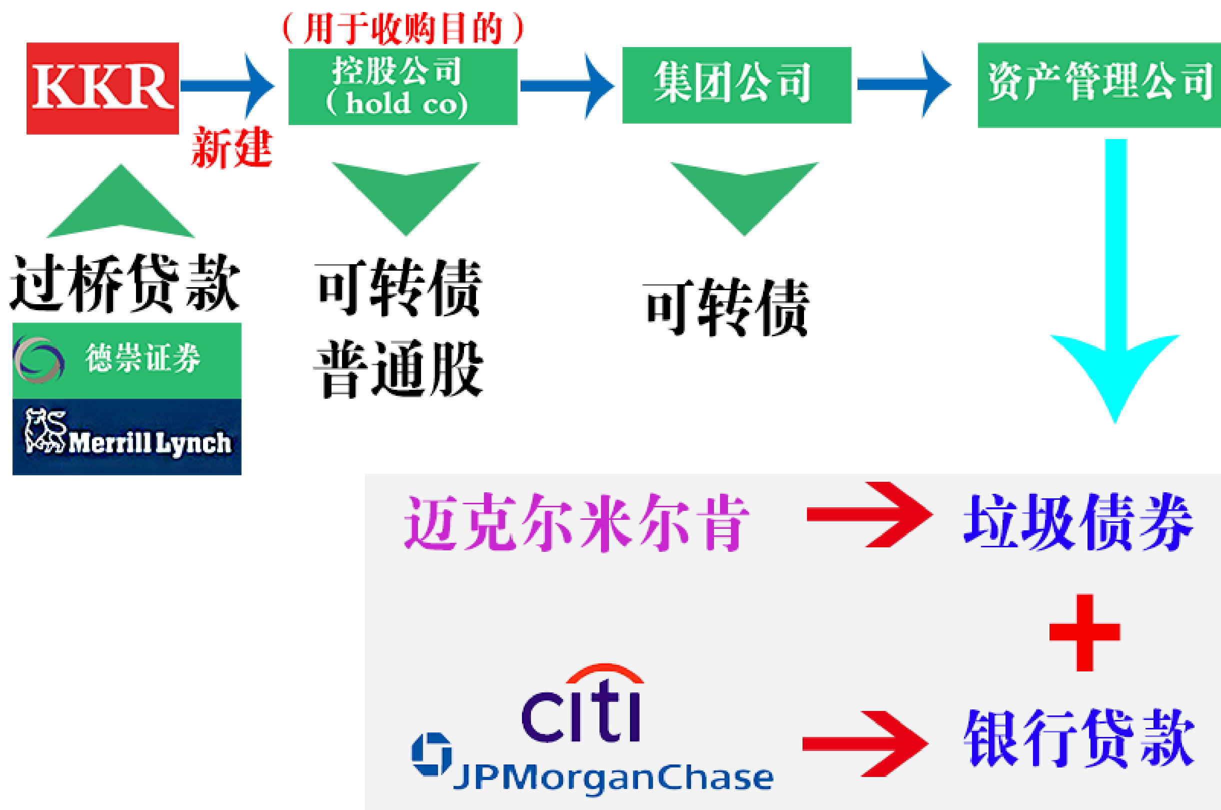


第二步：



此次收购规模250亿美元，号称历史之最。而KKR出资不到20亿美元。

第三步：



很多人看到这儿，就有些丈二和尚摸不着头脑了，我解释下：

KKR首先需要成立一个专门用于收购目的的控股公司，一个集团公司，一个资产管理公司，发行不同级别的债券，向银行贷款。

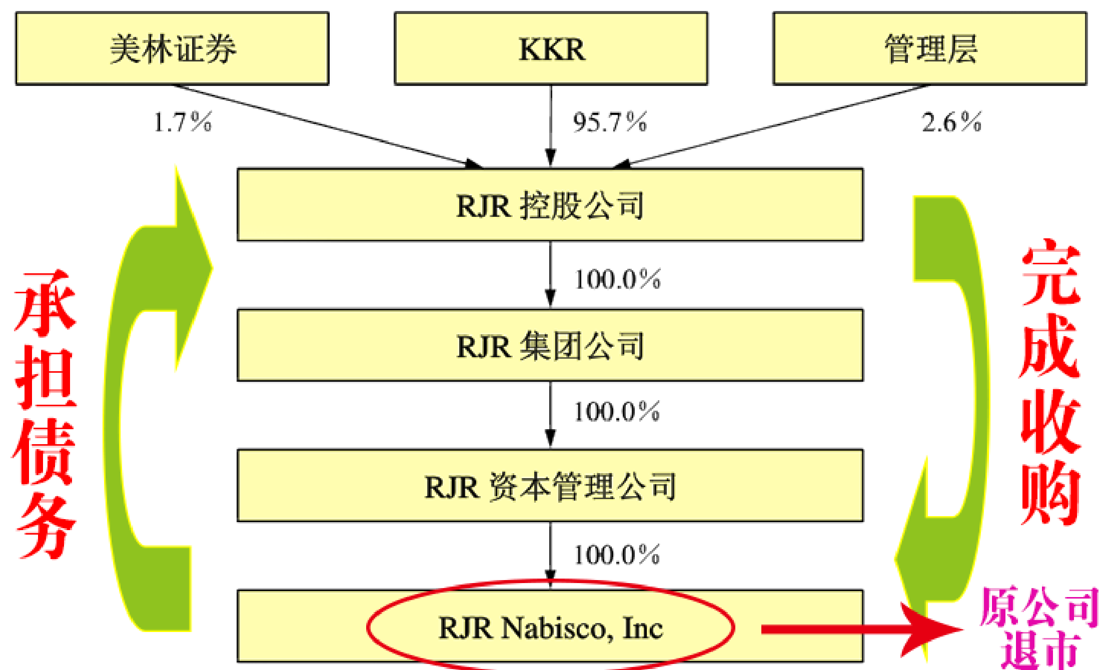
以花旗和摩根大通为首的银团向此次收购活动提供145亿美元的贷款。

德崇与美林向KKR提供50亿美元的过桥短期贷款。

KKR新成立的RJR资产管理公司向外发行了大量垃圾债券（债券评级B2）。

完成融资后，KKR利用新成立的RJR控股公司，正式将老RJR，即上市公司RJR私有化。并将先前收购RJR的债务交由新RJR公司承担。

RJR公司最后的股权结构及资本结构示意图如下：



收购完成后，RJR公司需要承担非常复杂的债务结构详细解释图如下：

	90年3月31日 帐面余额	收购后89年 帐面余额	债券评级
RJR 控股公司			
优先可转换PIK债券	$ 2,115	$ 1,086	B3 / B+
普通股	1,024	1,952	
普通股股权证	208	190	
RJR 集团公司			
可转换PIK债券	4,765	4,067	B3 / B+
RJR 资本管理公司			
银行贷款	4,943	12,175	
浮息债券	1,000	5,000	
长期债券			
13.5%的次级债	525	525	B2 / B+
可延期利率重设债券	225	225	B2 / B+
15%PIK次级债券	1,132	1,000	B2 / B+
次级折价发行债券	2,264	2,000	B2 / B+
次级浮息债券	250	250	B2 / B+
LBO 基金债券	582	500	
RJR Nabisco			
收购前原有负债	5,053	5,312	Ba3 / BB
总计	$ 24,086	$ 34,282	

6.2.4.总结

a.实际上，由于KKR此次的杠杆收购规模太大，公司结构太庞杂等原因。更加上后来管理层对RJR经营不善，美国资本市场在90年代崩盘等因素，KKR并没有在这笔交易中获得太高的回报。

b.此次选取RJR案，因为其资料翔实，方便讲解。之后KKR吸取教训，再没有进行如此大规模的LBO动作了。直到2007年，KKR才进行了一桩超过400亿美元的杠杆收购，即得州电厂（美股代号：TXU），此次的获利有待评估。

c.这些年，KKR、凯雷、黑石、阿波罗等股权投资公司通过杠杆收购，提高了许多公司原本沉闷的效率，救活了濒临破产的企业，给

予股东丰厚的回报，同时自己也获利颇丰。由此看，我认为杠杆收购的正面意义远大于其“吸血”的残忍面。

d.本文同时想说明，凯雷、黑石、阿波罗资产等公司，至少在杠杆收购领域的运营风险并没有外界想象的大。走近它们，了解它们，才不会把私募股权公司想象成“资本怪兽”。

收购行动完成后，风险的主要承担者由私募股权基金转向了被收购公司、被收购公司高管、提供贷款的银团等。凯雷、KKR们承担的风险远超出普通人，但没有大到“不可控制”。只要选对好的管理层，好公司就会凤凰涅槃，再创辉煌。

e.LBO获利方式主要通过重新募股上市（IPO）、整体出售、被兼并、分拆出售、分红偿债等。需要杠杆收购的发起人，即私募股权基金对公司未来的现金流产生有非常好的判断，对公司业务有较好的理解，否则很容易让被收购企业资不抵债而破产。

6.2.5.小知识提示：

Nabisco为世界最著名饼干奥利奥饼干生产商，被KKR分拆，出售给食品业巨头卡夫。根据SEC文件，直到2005年，KKR才彻底清空卖出RJR所有股权，一些媒体预估KKR此次交易仅获利85%左右，另一些则估计KKR获得了5倍的回报。最后，友情提示，请参照《门口野蛮人》看本章，更有趣，更易理解哦。

6.3.有限合伙公司是什么？

解释完ADR后，初入美股的同学就要向更深入的地方发展了。在美国的上市公司中，有一类是中国A股市场并没有，但美股却日益流

行的模式：有限合伙公司（Limited Partnership,简称LP）。

有限合伙制是指在有一个以上的合伙人承担无限责任的基础上，允许更多的投资人承担有限责任的经营组织形式。这是某种程度上的“信托制”。信托制度最早可以追溯到古代罗马社会。作为基于信任而委托他人管理财产的行为方式，信托制度虽然具有“信托财产独立、法律关系明确”等优点，但是世界各国的创业投资基金几乎都没有选择这种形式的。而有限合伙制却为什么在美国创投业能够如此迅速地发展起来呢？主要是因为有限合伙企业有巨大的税收优惠。

最近20年，上市的有限合伙制企业（Limited Partnerships）在美国呈井喷状态。不仅有如传统的黑石集团（美股代码：BX）这样的私募股权基金，连巴菲特投资的Phillips 66（代码：PSX）都成立了PHILLIPS 66 PARTNERS LP(代码：PSXP)。

那么，有限合伙制与普通的公司相比有什么特别之处，导致这样的吸引力呢?

我们从头说起。

6.3.1.权责分明：风险低。

所谓有限合伙制，自然要出现两种合伙人：

有限合伙人：为私募基金、能源公司、海运公司等提供资金支持。承担有限责任，无权过问公司经营，有分红权。

普通合伙人：即管理层，承担无限责任，受“有限合伙人”之信托，管理有限合伙人之资金，通常有丰厚报酬。对“有限合伙人”有偿付义务，保证他们的资金安全。

控制权：由于上市的“有限合伙制”公司，所有的二级市场普通股股东皆为“有限合伙人”。所以无论他们持有多少份额的公司股权，即便为100%，公司管理层仍然掌握在“普通合伙人”手中。

如图所示：



在这种公司体制下，投资者能够尽量规避风险，获得高额回报。

而管理层又能够充分按照自己的意愿管理公司而不受干扰，同时又能获得股票市场的廉价资金以支撑事业发展，所以获得很多私募股权基金的青睐。例如我上文提到的黑石集团。

6.3.2.合理节税：分红高

有限合伙制最大的优势在于：避免双重征税！什么意思?

一家普通的美国上市公司，比如Facebook，它经营之后产生的利润，缴完州税、联邦税，然后向股东分红。股东的分红需要再缴纳一次红利税，这就是普通上市公司的双重征税缺陷。

而有限合伙制的上市公司，在美国被称为“flow-through entity”(目前译为穿透实体或者过渡实体）。顾名思义，即公司在收入层面不征

税，而只向“有限合伙人”征收红利税。避免了双重征税。

但同时，公司也需要按照规定，将几乎所有收入全部派现。

还是以PSX 66的分红实体PHILLIPS 66 PARTNERS LP为例，成立以来几乎每期分红，而且由于油价低廉，美国的石油消费上升，炼油业复苏，导致其分红数额逐年提高。2012年至2015年的3年间，PSX 66合伙公司的每季度分红提高了超过一倍。（如表格所示）：

分红/拆分	方式	金额（美元）	支付到账日期
分红	现金	0.560	2015-12-01
分红	现金	0.560	2015-09-01
分红	现金	0.560	2015-06-01
分红	现金	0.500	2015-03-02
分红	现金	0.500	2015-03-02
分红	现金	0.500	2014-12-01
分红	现金	0.500	2014-09-02
分红	现金	0.500	2014-06-02
分红	现金	0.390	2014-03-03
分红	现金	0.390	2013-12-02
分红	现金	0.312	2013-09-03
分红	现金	0.312	2013-06-03
分红	现金	0.312	2013-03-01
分红	现金	0.250	2012-12-03
分红	现金	0.200	2012-09-04

6.3.3.不是所有的公司都能成为“有限合伙制”

2013年4月，美国国会通过了新的《有限合伙制平权法案》（The Master Limited Partnerships Parity Act），在其中规定了能够成立有限

合伙企业的行业范围，除了原有的传统行业，比如：

1.私募股权基金：黑石

2.石油管道行业：PHILLIPS 66 PARTNERS LP

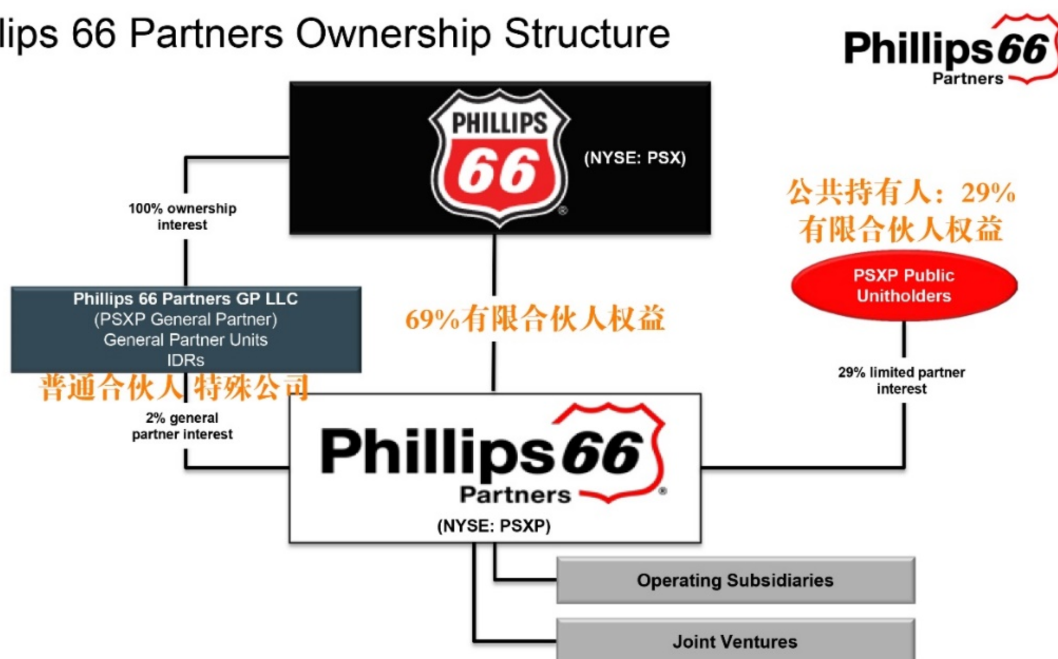
3.石油炼化行业：Westlake Chemical Partners LP

4.化肥行业：特拉制氮化学

5.煤炭行业、天然气行业、海运行业等等

还增加了许多新能源，例如太阳能、风能的支持。以提升美国能源方面的竞争力。

6.3.4.实例：看似复杂的结构及潜在风险



对于PHILLIPS 66 PARTNERS LP来说，结构看起来复杂实则很简单：即原有的菲利普66公司成立一个特殊普通合伙人管理公司，对

PHILLIPS 66 PARTNERS LP这个有限合伙人公司进行管理，掌握公司控制权。

与此同时菲利普66公司持有69%的有限合伙人股权，享受每年的分红。公开发行29%的股权给普通投资者，开展融资，收购新业务。

需要注意的是，这种母公司剥离出来的有限合伙人公司的形式，导致其有限合伙公司几乎100%的收入皆来自于其母公司实体。所以一旦母公司陷入困境，其有限合伙公司同样受到波及，甚至面临没有收入，被结业的风险。所以，选择一个有靠谱母公司的有限合伙制企业，对普通投资者来说更为安全，保险。